



وزارة الدولة للتتمة الإدارية

Motion
MEDIA PRODUCTIONS



أكاديمية السادات للعلوم الإدارية



مركز الاستشارات والبحوث والتطوير

المؤتمر العلمى السنوى الرابع عشر لأكاديمية السادات "الرؤية المستقبلية لسوق الأوراق المالية ما بعد الأزمة الاقتصادية العالمية"

يومي الاثنين والثلاثاء الموافق ٢٦ ، ٢٧ إبريل ٢٠١٠

تحت رعاية

الأستاذ الدكتور / محمود محيى الدين
وزير الاستثمار

الأستاذ الدكتور / أحمد درويش
وزير الدولة للتتمة الإدارية

رئيس المؤتمر

الأستاذ الدكتور / أحمد يوسف

رئيس أكاديمية السادات للعلوم الإدارية

أمين عام المؤتمر

الأستاذ الدكتور / عبد المطلب عبد الحميد

عميد مركز الاستشارات والبحوث والتطوير



Arabeya Online
عربية أون لاين



لتداول الأوراق المالية



إدارة المحافظ وصناديق الإستثمار

ش.م.م



أكاديمية السادات للعلوم الإدارية مركز الدراسات والبحوث والتطوير Media Motion Productions

المؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر لأكاديمية السادات

” الرؤية المستقبلية لسوق الأوراق المالية

ما بعد الأزمة الاقتصادية العالمية ”

يومي الأحد والاثنين ٢٦ - ٢٧ إبريل ٢٠١٠

بقاعة المؤتمرات بأكاديمية السادات للعلوم الإدارية بالمعادي

تحت رعاية

الأستاذ الدكتور / أحمد درويش الأستاذ الدكتور / محمود محيي الدين

وزير الدولة للتنمية الإدارية وزير الاستثمار

رئيس المؤتمر

الأستاذ الدكتور / أحمد يوسف

رئيس أكاديمية السادات للعلوم الإدارية

أمين عام المؤتمر

الأستاذ الدكتور / عبد المطلب عبد الحميد

عميد مركز الدراسات والبحوث والتطوير

كلمة

الأستاذ الدكتور / أحمد يوسف

رئيس الأكاديمية

إن أهمية سوق الأوراق المالية في منظومة التنمية الاقتصادية تتبع أساساً من دورها في جذب الاستثمارات من خلال آليات تحفيز الاستثمار في ظل الأزمات ، الاقتصادية المختلفة وفي الحد من الآثار السلبية لتلك الأزمات ويتحدد ذلك ليس فقط من خلال وضع السياسات الاقتصادية ولكن في ترجمة تلك السياسات إلى برامج وخطط متوسطة وقصيرة الأجل ؛ لتنظيم العلاقة بين دور الحكومة والأطراف الأخرى في منظومة السوق من شركات سمسة وشركات وساطة مالية وبنوك ، بما يساعد على تنشيط السوق وحسن استغلال الموارد .

إن الرؤية المستقبلية لسوق الأوراق المالية في مصر ؛ تتحدد من خلال المستحدثات والإصلاحات الهيكلية للتشريعات والقوانين وتعميق مفهوم تغيير المناخ الاستثماري، والمساعدة على إجراء تغيير ثقافي في المجتمع يشجع على تدعيم دور القطاع الخاص في مواجهة مشكلات التنمية وخلق البيئة المناسبة التي تساعد على تطوير سوق الأوراق المالية.

وإيماناً من أكاديمية السادات للعلوم الإدارية بدورها في تحقيق حوار مجتمعي بناءً يتناول أطر مشاركة القطاع الخاص للقطاع الحكومي في خلق آليات فعالة لتنشيط السوق وجذب الاستثمارات وخلق فرص جديدة والعمل على تخفيف العبء على الدولة ، بما يساعد على الوصول إلى نتائج وتوصيات عملية ترتبط بظروف الحال وقابلة للتطبيق .

ولقد جاء اختيار موضوع المؤتمر والموضوعات الفرعية المنبثقة منه برعاية كريمة من معالى الأستاذ الدكتور / أحمد درويش وزير الدولة للتنمية الإدارية الرئيس الأعلى للأكاديمية ومعالى الأستاذ الدكتور / محمود محيى الدين وزير الاستثمار تأكيداً للدور الرائد للأكاديمية فى تناول الموضوعات التى تمثل تزاوجاً بين الأطر الفكرية والواقع العملى للسوق. ... وأخيراً فإن هذا المؤتمر ما هو إلا تأكيد على طموحنا لمواجهة المتغيرات التى تحدث فى بلدنا العزيز مصر .

والله الموفق ،،،

كلمة

الأستاذ الدكتور / عبد المطلب عبد الحميد

عميد مركز الاستشارات والبحوث والتطوير بالأكاديمية

تفجرت الأزمة الاقتصادية العالمية فيما عرف في بدايتها بالأزمة المالية المصرفية العالمية أزمة الرهن العقاري الأمريكية في ١٥ سبتمبر ٢٠٠٨ ، وألقت بآثارها المباشرة على أسواق الأوراق المالية في كل دول العالم ، ولا زالت آثارها غير المباشرة مستمرة حتى نهاية ٢٠١٠ فيما يعرف بالسيناريو المتفائل .

وتشير بعض الدراسات والتوقعات الأخرى أنها ستنتهي في ٢٠١٣ طبقاً للسيناريو المتشائم ، ومنذ أن تفجرت تلك الأزمة وكل القائمين على إدارة أسواق المال وأسواق الأوراق المالية يقومون بوضع التصورات والرؤى المستقبلية لأسواق الأوراق المالية ما بعد الأزمة الاقتصادية العالمية ؛ لنقل تلك الأسواق إلى أوضاع أفضل وتحقيق ما يسمى بالكفاءة الاقتصادية لسوق الأوراق العالمية.

ومن منظور أن كل سوق للأوراق المالية له ظروفه التي تعكس أداء الاقتصاد القومي الذي يعمل فيه ؛ فقد اختار مركز الاستشارات والبحوث والتطوير أن يكون عنوان المؤتمر السنوي الرابع عشر لأكاديمية السادات للعلوم الإدارية بعنوان:

" الرؤية المستقبلية لسوق الأوراق المالية ما بعد الأزمة الاقتصادية العالمية "

إيماناً من المركز والأكاديمية في المشاركة في وضع الرؤية المستقبلية لسوق الأوراق المالية ؛ لتكون أكثر كفاءة اقتصادية ما بعد الأزمة وأكثر

جذباً للاستثمارات المباشرة وغير المباشرة ، داعيين في ذلك كل الأطراف المعنية للمشاركة في صنع تلك الرؤية المستقبلية ، تمثل : وزارة الاستثمار وهيئة الرقابة المالية والبورصة المصرية، والبنوك وشركات الأوراق المالية والسفيرة متمثلة في القيادات المختلفة لتلك المؤسسات والمنظمات ، وكذلك الأكاديميين أساتذة الجامعات والباحثين العلميين والخبراء المتخصصين ؛ ليتحاورا ويناقشوا الأبعاد والموضوعات المختلفة التي تنطوي عليها أجندة المؤتمر ومحاوره وذلك في إطار الرعاية الكريمة من كل من معالي الأستاذ الدكتور/ أحمد درويش وزير الدولة للتنمية الإدارية الرئيس الأعلى للأكاديمية ومعالي الأستاذ الدكتور / محمود محيي الدين وزير الاستثمار داعمين للدور الرائد الذي تقوم به الأكاديمية والتي يعمل من خلالها مركز الاستشارات والبحوث والتطوير بالأكاديمية.

وفقنا الله جميعاً إلى ما فيه خير مصرنا الحبيبة التي نتمنى لها كل تقدم وازدهار ونمو ، والوصول إلى أوضاع اقتصادية تحت قيادة زعيمها وقائد مسيرتها الرئيس محمد حسني مبارك حفظه الله ورعاه من كل مكروه وأمد في عمره دائماً إن شاء الله .

اليوم الأول

الاثنين ٢٦/٤/٢٠١٠

تسجيل واستقبال من الساعة ٩,٠٠ إلى الساعة ٩,٣٠ صباحاً

الجلسة الافتتاحية: من الساعة ٩,٣٠

المتحدثون:

- الأستاذ الدكتور/ عبد المطلب عبد الحميد
- الأستاذ الدكتور / أحمد يوسف
- الأستاذ الدكتور الوزير / محمود محي الدين
- الأستاذ الدكتور الوزير / أحمد درويش
- عميد مركز الاستشارات والبحوث والتطوير
- أمين عام المؤتمر
- رئيس أكاديمية السادات للعلوم الإدارية ورئيس المؤتمر
- وزير الاستثمار
- وزير الدولة للتنمية الإدارية
- الرئيس الأعلى لأكاديمية السادات للعلوم الإدارية
- وراعي المؤتمر

استراحة: من الساعة ١٠,٣٠ إلى الساعة ١١,٠٠

الجلسة الأولى: من الساعة ١١,٠٠ إلى الساعة ١٢,٣٠

موضوع الجلسة:

: المدخل الاقتصادي للإصلاح الهيكلي وتأثيره على كفاءة سوق الأوراق المالية في ظل الأزمة الاقتصادية العالمية
أ.د. مصطفى السعيد
رئيس اللجنة الاقتصادية بمجلس الشعب

رئيس الجلسة:

المتحدثون:

تداعيات الأزمات المالية على المستوى الدولي والاقليمي والمحلي
الازمة الاقتصادية العالمية ، الجذور -التداعيات والدروس المستقبلية.
The evolution of government role in the liberal economy before and after the world financial crisis of 2007-2010
الاطار الفكري للازمات الاقتصادية - الازمة الحالية نموذجاً
رؤية مستقبلية لسوق الأوراق المالية في ظل الأزمة العالمية من وجهة نظر شركات السمسرة

١- أ.د. / حسن حسني

٢- أ.د. / أشرف كمال

٣- أ.د. / أحمد الدقن

٤- د/ أنور النقيب

٥- شركة العمالة

لتداول الأوراق المالية

الجلسة الثانية: من الساعة ١٢,٣٠ إلى الساعة ٢,٣٠

: دور وزارة الاستثمار في اعادة الهيكلة وآليات تحفيز الاستثمار
في السندات .

أ.د فادية عبد السلام

مدير معهد التخطيط القومي

موضوع الجلسة:

رئيس الجلسة

المتحدثون:

: دور وزارة الاستثمار في اعادة الهيكلة وآليات تحفيز الاستثمار في
السندات.

١- أ.د/إبراهيم العشماوى

استثمار الموارد في سوق الأوراق المالية مابعد الأزمة الاقتصادية
العالمية.

٢- أ/ حمدي رشاد

نبذة عن صناديق الاستثمار.

٣- د/ عصام خليفة

The Government Boundry Decision For The
Privatization Process Of Public Asset In Egypt.

٤- د/ عماد حسان

آليات تحفيز الاستثمار في السندات

٥- د/ ايهاب الدسوقي

اليوم الثانى

يوم الثلاثاء ٢٧/٤/٢٠١٠

الجلسة الأولى: من الساعة ٩,٠٠ الى الساعة ١١,٠٠ .

" دور البنوك وصناديق الاستثمار في تفعيل وتنشيط سوق الأوراق
المالية (رؤية مستقبلية)

أ/ اسماعيل حسن

رئيس بنك مصر ايران ومحافظ البنك المركزي الأسبق

موضوع الجلسة:

رئيس الجلسة

المتحدثون:

آليات تفعيل دور البنوك في تنشيط سوق الأوراق المالية مابعد الأزمة
المالية العالمية.

١- أ.د/ نبيل حشاد:

دور البنوك والبنك المركزي في تنشيط سوق الأوراق المالية.
تقييم كفاءة صناديق الاستثمار في تخصيص الموارد بالبورصة المصرية.
تقييم أثر السياسات الإلزامية على عوائد ومخاطر صناديق الاستثمار.

٢- أ/ أحمد نصحي:

٣- د/ مصطفى النشترتي:

٤- د/ علي سعد:

استراحة : من الساعة ١١,٠٠ الى الساعة ١١,٣٠ .

الجلسة الثانية: من الساعة ١١,٣٠ إلى الساعة ١,٣٠

دور هيئة الرقابة المالية و المؤسسات المالية في تطوير كفاءة
سوق الاوراق المالية

موضوع الجلسة:

أ.د. زياد بهاء الدين
رئيس هيئة الرقابة المالية

رئيس الجلسة

المتحدثون:

- ١- أ.د/ حسن سرى صيام
 - ٢- أ.د/ مختار الشريف
 - ٣- د/ عادل رجب الزنداح
 - ٤- أ.د/ أسامة ابراهيم الأزرق
 - ٥- د/ محمد الخولي
- دور شركة مصر للمقاصة في تعميق السوق .
تزايد أهمية الحوكمة للإصلاح كآثر للأزمة العالمية.
تحسين متطلبات الإفصاح في التقارير المالية الصادرة عن الشركات
المدرجة بسوق الأوراق المالية الليبي.
الأزمة المالية العالمية وأثرها على السياسات السكانية
استراحة: من الساعة ١,٣٠ إلى الساعة ٢,٠٠

الجلسة الثالثة: من الساعة ٢,٠٠ إلى الساعة ٣,٣٠

دور بورصة النيل وشركات الوساطة المالية وسماسة الاوراق
المالية في تعميق السوق.

موضوع الجلسة:

أ.إ. ماجد شوقي
رئيس البورصة المصرية.

رئيس الجلسة

المتحدثون:

- ١- د/ محمد عمران
 - ٢- أ.د/ مختار الشريف
 - ٣- أ.د/ حسن الحيوان
 - ٤- أ.د/ السيد الطيبي
 - ٥- د/ مها محمود طلعت مصطفى
- دور بورصة النيل في تمويل المشروعات الصغيرة.
دور البورصة في تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة مابعد الأزمة
الاقتصادية العالمية.
دور شركات الوساطة المالية وسماسة الاوراق المالية في تعميق
السوق.
تقويم أثر المضاربة الاقتصادية على دور بورصات الاوراق المالية.
الاستخدامات المعلوماتية المستخدمة لدعم الاستثمار في الأسهم.

الجلسة الختامية : من الساعة ٣,٣٠ - ٤,٠٠

لاعلان التوصيات

أ.د. عبد المطلب عبد الحميد

رئيس الجلسة:

عميد مركز الاستشارات والبحوث والتطوير
وأمين عام المؤتمر

تداعيات الأزمات المالية

على المستوى الدولى والإقليمى والمحلى

أ.د حسن حسنى

نائب رئيس الأكاديمية الأسبق

مستشار الاستثمار والتمويل وأسواق المال

خبير بالأمم المتحدة

مقدمة:

يواجه العالم من فترة لأخرى أزمات مالية تعددت مسبباتها وآثارها السلبية على اقتصاديات الدول المتقدمة والنامية على حد سواء. وأن كانت تداعياتها المركبة تؤثر بشكل مباشر على اقتصاديات الدول الكبرى والأسواق العالمية وبشكل غير مباشر وقل أثراً على الاسواق المالية المحلية.

والباحث فى تاريخ الأزمات المالية لابد وأن يتناول بالدراسة والتحليل أهم الأزمات التى حدثت خلال القرن العشرين، وهى :

- أزمة الكساد العالمى سنة ١٩٢٩.
- أزمة المناخ فى الكويت أغسطس ١٩٨٢.
- أزمة انهيار أسواق المال فى أكتوبر ٨٧ (الأثنين الأسود)
- أزمة السيولة فى دول جنوب شرق أسيا سنة ١٩٩٧.
- أزمة أكتوبر ٢٠٠٨.

ثم لابد وأن يتطرق تفصيلاً للأزمة المالية العالمية الحالية وتداعياتها والتي ما زالت معظم الدول تعاني من آثارها بعد احتدام انهيار بعض المؤسسات المالية الكبرى اعتباراً من النصف الثانى من سنة ٢٠٠٨.

ويستهدف هذا البحث استعراض وتحليل أهم دوافع ومسببات هذه الأزمات مما يسهم فى تشخيص تداعياتها وبالتالي تقديم بعض المقترحات السلازم تطبيقها لتلافى آثارها المالية والاقتصادية مستقبلاً.

أولاً : أزمة الكساد العالمى سنة ١٩٢٩

عقب انتهاء الحرب العالمية الأولى سادت حالة من التفاؤل وبدأت دول العالم تتعافى تدريجياً من أهوال الحرب وبالتالي ازدهر النشاط الاقتصادى وبدأت فترة من الراج والتقدم اعتباراً من سنة ١٩٢٥ حيث وجهت استثمارات عديدة لمضاعفة الإنتاج الصناعى كما سعت بعض الحكومات إلى جانب جميع البنوك فى تمويل المشروعات الاستثمارية من خلال المساهمات أو بتقديم قروض ميسرة مما أدى إلى زيادة أرباح الشركات وبالتالي تحفيز الاستثمار فى الأوراق المالية كما زادت المضاربات على شراء

الأوراق المالية ثم بيعها خلال فترة وجيزة بأسعار أعلى.

ومع تزايد هذا النمط من المعاملات ارتفعت أرباح وأسعار الأوراق المالية المتداولة في البورصات مما شجع البنوك على منح القروض للمضاربين لتمويل عمليات المضاربة ثم إستعادة هذه الأموال بتوريق هذه الديون وأصدارها في شكل سندات مما أدى إلى زيادة أرباح البنوك والأفراد وأنعكس ذلك في أنتعاش الطلب على السلع الاستهلاكية مما شجع على زيادة الاستثمار في مختلف مجالات إنتاج السلع الاستهلاكية أو السلع والمعاملات الرأسمالية.

ونتيجة للافراط في التمويل بالسندات ارتفعت أسعارها منذ سنة ١٩٢٧ وأصبحت غير مرتبطة بالقيمة الحقيقية لها حيث يوضح الجدول رقم (١) تطور مؤشرات الرقم القياسي لأسعار الأوراق المالية في بورصة نيويورك خلال الفترة من سنة ١٩٢٥ إلى سنة ١٩٢٩.

السنة	الرقم القياسي	السنة	الرقم القياسي
ديسمبر ١٩٢٥	١٠٠	ديسمبر ١٩٢٨	١٧٨
ديسمبر ١٩٢٧	١٢٩	سبتمبر ١٩٢٩	٢١٦

ومع ازدياد عمليات المضاربة وأزدهار التعامل في الأوراق المالية دون ربط ذلك بمؤشرات أداء الشركات بل ودون الانتباه إلى مخاطر إنهيار الأسعار نتيجة لموجات الكساد التي بدأت سنة ١٩٢٩ واستمرت تداعياتها حتى سنة ١٩٣٢ خاصة بعد أن امتدت أزمة الكساد لتشمل العديد من الدول حتى بلغ عدد المنفصلين عن العمل حوالي ٣٠ مليون عامل كما صاحب ذلك انخفاض حاد في الطلب مما أدى إلى تدهور أقتصاديات الإنتاج في الدول الصناعية وفي الدول النامية المصدرة للمواد الأولية كما صاحب ذلك اندفاع جنوني للمضاربة في الأوراق المالية خاصة بعد اصدار اسهم جديدة بلغت قيمتها حوالي مليون دولار لشراء الأوراق المالية والاحتفاظ بها في ضوء توقعات خاطئة لاستمرار الرواج ومع تدخل البنوك في البورصة تأميناً لمراكز السيولة والربحية بدأت أسعار التداول في البورصة تتقلب ارتفاعاً وانخفاضاً ترتب عليها اندفاع المستثمرين الضعفاء لاسترداد ودائعهم في مناخ يسوده الذعر مما أدى إلى زيادة طلبات البيع وتسجيل محافظ الأوراق المالية وبالتالي تدهورت الأسعار إلى أن تدخل بنك مورجان لشراء الأسهم حيث تم بيع ١٢,٨٩٤,٦٥٠ سهماً خلال ١٢ ساعة بلغت خسارتها ٦ مليارات دولار ثم توالى تداعيات الأزمة وانهارت أسعار اسهم شركة الصلب الأمريكية وشركة منتشجان حيث انخفضت أسعار اسهمهما بمعدل دولارين كل دقيقتين كما بيعت اسهم شركة ITT وعددها ٣,٢٥٩,٨٠٠ سهماً بخسارة قدرها ٢ مليار دولار وبمعدل ١٧ دولار خسارة في كل سنة وذلك خلال مدة لا تزيد عن ١٥ دقيقة ثم بيع عدد ١٦,٣٨٣,٧٠٠ سهماً بخساره قدرها ١٠ مليار دولار ونتيجة لزيادة عمليات المضاربة وانهارت أسعار البورصة أصبحت معظم حسابات المستثمرين مكشوفة نتيجة لاقتراضهم من البنوك لتمويل عمليات المضاربة أنخفض مؤشر بورصة نيويورك من ٤٥٢ سنة ١٩٢٩ إلى ٥٨ سنة ١٩٣٢ بعدما انخفضت اسهم شركة الصلب الأمريكية من ٢٦١ دولار سنة ١٩٢٩ إلى ١٢ دولار سنة ١٩٣٢ والجدول التالي يوضح تطور انخفاض مؤشر الرقم القياسي لمعاملات بورصة نيويورك خلال الفترة من سنة ١٩٢٩ إلى سنة ١٩٣٣

الشهر	الرقم القياسي	الشهر	الرقم القياسي
سبتمبر ١٩٢٩	٢١٦	ديسمبر ١٩٣١	٥٤
أكتوبر ١٩٢٩	١٩٢	ديسمبر ١٩٣٢	٤٥
ديسمبر ١٩٢١	١٤٧	أبريل ١٩٣٣	٤٩
ديسمبر ١٩٣٠	١٠٢	ديسمبر ١٩٣٣	٧٩

ثانيا : أزمة سوق المناخ بالكويت سنة ١٩٨٢

تم إنشاء البورصة سنة ١٩٧٧ كما باتت معاملات سوق المناخ التي تخصصت في تداول أسهم الشركات التي يتم تأسيسها خارج الكويت كالأسهم الخليجية بالإضافة الى تداول الأسهم غير المدرجة في البورصة وبالفعل نشطت معاملاتها كسوق لتداول أسهم الشركات الخليجية التي يؤسسها الكويتيون خارج الكويت بعد إيقاف تسجيل أي شركات جديدة بالكويت مع الأخذ في الاعتبار ضيق السوق المالية الكويتية ومحدودية الطاقة الاستيعابية للاقتصاد الكويتي ونتيجة للمضاربات الحادة بأسعار الأسهم الكويتية وما حققته من أرباح ضخمة ألتجّه للمواطنون الى دول الخليج العربي لتأسيس شركات وهمية بإصدار الأسهم والمتاجرة بها حتى بلغ عدد هذه الشركات ٤٠ شركة ثم تلي ذلك تعدد عمليات تجزئة الأسهم الى أسهم قيمتها لنقل عن (مائة فلس) للتغريب بصغار المستثمرين الذين يتعاملون مع الاسهم بقيمتها الاسمية وليس بما تمثله من قيم حقيقية خاصة بعد أن بيعت بعض الاسهم غير مدفوعة القيمة بالكامل حيث تبدو أسعارها رخيصة جداً وأصبح من الممكن شراء مليون سهم خليجي بنفس القيمة التي يمكن بها شراء عشرة آلاف سهم كويتي مع ارتفاع أرباح التداول ، فضلاً عن إمكانية بيع تلك الاسهم بصفقات آجلة تفوق السعر النقدي بمعدلات عالية. وقد ترتب على ذلك ازدهار عمليات المضاربة وزيادة الأرباح ، وتفشيت ظاهرة الشراء الآجل لشيكات مصرفية مع ارتفاع معدلات الفوائد بلغ عددها حوالي ٣٠,٠٠٠ شيك تغطي عقود أسهم آجلة قيمتها ١٠٠ مليار دولار أمريكي كما أمنتت حصى المضاربة إلى العقارات داخل مبنى سوق المناخ ذاته، مع تخلف أحد كبار المتعاملين عن دفع التزاماته المستحقة في مواعييدها حيث انهارت السوق وبسرعة وتحول أصحاب هذه الأوراق إلى الأسواق المجاورة لبيع أسهمهم ولتعبير السيولة اللازمة مما أدى إلى انخفاض أسعار الاسهم في معظم تلك الأسواق وحدث مزيد من الانهيارات في المراكز المالية وتفاقم الخسائر مما اضطر الحكومة إلى شراء أسهم الشركات المساهمة المعلقة بأسعار تزيد عن قيمتها ٣٠% كما صدر عدد من التشريعات التنظيمية من أهمها وقف التعامل بالآجل وحظر تداول الأسهم الجديدة خلال فترة معينة ، او قبل للترخيص بالتداول مع إيقاف إنشاء الشركات المغلقة ذات أعداد المساهمين الكبيرة، وإنشاء هيئة التحكيم للنظر في المعاملات الآجلة مع منحها بعض الصلاحيات شاملة للحفاظ على أموال للمدينين والمنع من السفر ، وتسوية المنازعات ، وتقرير طريق الوفاء بالديون والحكم بإبطال أو فسخ بعض المعاملات وتعديل الأسعار المتفق عليها ، والحكم بالحبس على المدينين المعسر الذي يخفي أمواله.

كما أنشئت مؤسسة التسوية التي تحيل إليها هيئة التحكيم المدين المعسر لتتولى بدورها جرد وتقييم عناصر الأزمة المالية والإشراف على ما قد يتم من تسويات أو تقليصات أو الحراسة على

الأموال ، وصرف صكوك للدائنين بقيمة ما يتوقع الحصول عليه من ذمة المدينين .
كما تم إنشاء صندوق " ضمان " لمساعدة صغار الدائنين نقداً أو بسندات وخفض الديون المستحقة بما يوازي الأسعار الفورية للأسهم المتعامل عليها يوم التعاقد مضافاً إليها نسبة ربح لا تتجاوز ٢٥% سنوياً وتقديم بعض التسهيلات المالية ، ومن أهم أسباب أزمة المناخ العمليات الآجلة التي يقتصر فيها التأجيل على مجرد أداء الثمن مما يجعلها من قبيل عمليات التسوية (لا التصفية) أى أن التعامل فى سوق المناخ كان فى حقيقته قائماً على نوع من الائتمان غير المنظم لعبت فيه عوامل مختلفة أدواراً متشابكة ، ومع وجود توقعات تفائلة عن تطور أسعار الأوراق المالية وبالتالي زادت الحاجة إلى نقد حاضرة لمواصلة التعامل أو لسداد الديون ، ومع ما يترتب على ذلك من أرباح أو خسائر ناتجة عن الفرق بينما بين السعر النقدى المقترن بأداء فوري والسعر المتعاقد عليه للأداء المؤجل مما أفقدها المصدقية الشرعية باعتبارها ائتمان مشروط بفائدة ربوية يقبلها المقرض اما طمعاً أو اضطراراً . خاصة وأن معظم تداولات السوق تتم على أسهم شركات وهمية لا تراول أى نشاط

ثالثاً : أزمة الاثنين الأسود

يوم الاثنين ١٩ أكتوبر ١٩٨٧ عادت مخاطر انهيار أسعار معاملات البورصة الأمريكية بعدما سجل مؤشر داو جونز في بورصة نيويورك انخفاضاً قدره ٢٢% متجاوز بذلك المعدل المسجل فى انهيار عام ١٩٢٩ وقدره ١٢,٩% ، وسادت حالة من القلق بين المستثمرين فى بورصة نيويورك وتم بيع ٥٠ مليون سهم تقريباً ثم توالى الانهيارات تباعاً فى بورصات العالم على النحو التالى :

وهي أول سوق تفتح حيث أنخفض مؤشر " نيكى داو جونز " من ٢٦٣٦٦ إلى ٢٥٧٤٦ بمقدار ٦٢٠ نقطة .

هونج كونج أنخفض مؤشر هانج سانج بمقدار ١٣٣ نقطة فى ٤٠ دقيقة زادت إلى ٤٢١ نقطة تدريجياً مما اضطر المسؤولين إلى إغلاق البورصة لمدة أربعة أيام .

ثم توالى الانهيارات فى الأسعار حيث بلغت الخسائر فى طوكيو ١٥% ، لندن ١٠% ، فرانكفورت ١٠% ، باريس ٩,٣% ونتيجة لتضخم عرض الأوراق المالية فى السوق الرسمية أو فى سوق المناخ زاد حجم الاسهم الكويتية القابلة للتداول " شركات عامة " بنحو ٢٠٠ مليون سهم خلال عام ١٩٨١ - ١٩٨٢ مقابل ٣٤٠٠ مليون سهم خليجى تبلغ قيمتها الاسمية ٥٠٠ مليون دينار كويتى ، أى ما يضافه مجموع الأسهم الكويتية القابلة للتداول سنة ١٩٨٢ ، فضلاً عن تأسيس نحو ١٠٠ شركة مغلفة برأسمال قدرة ١١٦٠ مليون دينار كويتى ، أسفر هذا الانهيار عن خسائر للمستثمرين فى بورصة نيويورك وحدها بلغت ٥٠٠ مليار دولار خلال ٢٤ ساعة فقط ، ثم هدأت العاصفة فى بورصة نيويورك بشكل مؤقت نتيجة لتدخل البنك المركزى الأمريكى مع تخفيض أسعار الفائدة مما أعاد بعض الثقة للمستثمرين حيث توقف الهبوط وتحسنت الأسعار قليلاً ، لم تتمكن من إيقاف ضغوط التشاؤم وانخفضت نتيجة لصدور الأسعار مرة أخرى ، بفعل أوامر البيع الكثيفة من جانب المستثمرين الاجانب .

بدأت الازمة منذ بداية عهد الرئيس الأمريكى (ريجان) التركيز على جانب العرض فى إدارة الاقتصاد الأمريكى لتحقيق معدلات نمو عالية وبالفعل حين ارتفعت معدلات التوظيف وانخفضت معدلات الفوائد ومعدلات التضخم نتيجة اجراءات اقتصادية تمثلت فى تخفيض معدلات الضرائب والتوسع فى الأنفاق العام وزيادة حجم الاستهلاك ورفع سعر الدولار وجذب الاموال من الخارج الا أن الإدارة الأمريكية تحملت ثمناً باهظاً مقابل ذلك تمثل فى ارتفاع العجز فى الموازنة العامة وتقادم العجز التجارى وتحول الولايات المتحدة إلى أكبر مدين فى العالم بعد ما كانت أكبر دائن له ، وبالتالي أنخفضت اسعار الدولار أمام العملات الدولية الأخرى ، اسعار الفائدة طويلة الأجل للارتفاع اعتباراً من خريف ١٩٨٦ وحتى خريف ١٩٨٧ مما أدى إلى قيام مسيرى محافظ الأوراق المالية بعمليات مراجعة بين الأسهم والسندات ، الامر الذى انهياراً فى أسعار الأسهم بسبب انخفاض العائد وارتفاع المخاطر مقارنة بالعائد مع الأوراق المالية الأخرى ، حيث شهدت الفترة من ١٩٨٢ وحتى ١٩٨٧ نمواً ملحوظاً فى المعاملات وبلغت مؤشرات النمو فى باريس ٢٧٥% وفى طوكيو ٢٧٠% وفى لندن ٢٠٣% وفى نيويورك ١٩٧% ، كما ساهم فى حدوث الانهيارات عدة عوامل أخرى منها أجهزة الكمبيوتر وبرامج المتاجرة ، ونظم الاتصالات ومعاملات سوق المستقبلات والخيارات وفيما يتعلق بالكمبيوتر كان لأوامر البيع الأوتوماتيكية دخلاً كبيراً فى توالي موجات هبوط الأسعار ، كما حيث برنامج تأمين إدارة المحافظ الأرباح فى حالة ارتفاع البورصة أو لتحقيق أقل خسارة ممكنة فى حالة الانخفاض دوراً مؤثراً فى انهيار الاسعار نتيجة لتطبيق هذا الأسلوب وترتب على ذلك حدوث فجوة حيث قدرت حجم الخسائر على مستوى البورصات الدولية بحوالى ٢٠٠٠ مليار دولار ، مع تأثر القطاع العائلى بانخفاض قيمة وعوائد محافظ أوراقه المالية وبالتالي انخفاض معدلات الاستثمار .

رابعاً : أزمة جنوب شرق آسيا سنة ١٩٩٧

ظهرت بولر هذه الأزمة سنة ١٩٩٧ داخل العديد من الدول للنامية خاصة دول جنوب شرق آسيا بعد تحقيق معدلات نمو ملحوظة منذ أوائل التسعينيات حيث شهدت تقلبات شديدة فى أسواق الأوراق المالية وفى أسواق العملات ، أسفرت عن حدوث هزات اقتصادية فى معظم البورصات العالمية الأخرى، وقد بدأت الأزمة فى تايلاند حيث قام ستة من كبار تجار العملة فى بانكوك بالمضاربة على خفض سعر اللبات للتيلاندى (العملة الوطنية) بعرض كميات كبيرة منه للبيع مما أدى الى خفض قيمة العملة ونتج عن ذلك تراجع حاد فى أسعار الأسهم وانسحاب للمستثمرين الاجانب، كما صاحب ذلك ارتفاع قيمة الديون المتعثرة فى البنوك التى كانت تعاني من انكشاف القروض الممنوحة بالدولار الأمريكية للمضمونة بأصول محلية ، ثم انتقلت الأزمة إلى جميع دول جنوب شرق آسيا وانخفض "الرنجنت" الماليزى بنسبة ١٧,٨% وانخفضت الروبية الانونيسية بنسبة ٢٤,٦% ، والبيزو الفلبينى بنسبة ٢١,٧% وعملى سنغفورة وهونج كونج بنسبة ٨,٢% ، ٥% على التوالى ، ثم انتقلت الاضطرابات إلى أسواق أوربا خصوصاً بريطانيا والولايات المتحدة الأمريكية.

وانخفضت أسعار الأسهم الأمريكية فى بورصة نيويورك وانخفض مؤشر داو جونز بمقدار ٧% كما انخفض مؤشر ناسداك للشركات الأكبر شعبية فى السوق بحوالى ١١% ، كما صاحب

هذا الانخفاض انخفاض مماثل في البورصات الآسيوية والأوروبية بدرجات مختلفة على الرغم من أن ارتفاع مؤشرات أداء الاقتصاد الأمريكي حيث بلغ معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي ٣,٥% ونسبة البطالة ٥% من قوة العمل ، كما بلغ معدل التضخم ٢,٥% ،

وكان من أهم أسباب حدوث وانتشار الأزمة ما يلي :

١- تراجع الصادرات في دول جنوب جنوب شرق آسيا بسبب قيام الصين سنة ١٩٩٤ بتخفيض سعر صرف عملتها بنسبة ٥٥% مقابل الدولار الأمريكي مما أكسب صادراتها ميزة تنافسية مقارنة بصادرات الدول الأخرى في المنطقة.

٢- ارتفاع سعر صرف الدولار مقابل العملات الأوروبية والين الياباني حيث أدى ذلك إلى انخفاض القدرة التنافسية لصادرات دول جنوب شرق آسيا مقارنة بأوروبا واليابان.

٣- العجز الكبير في موازين الحسابات الجارية في بعض دول جنوب شرق آسيا : مما جعل تلك الدول تسعى إلى جذب رؤوس الأموال الأجنبية لتمويل هذا العجز حتى بلغت نسبته إلى الناتج المحلي الإجمالي ٣,٦% في أندونيسيا ، ٤,٢% في الفلبين ، ٤,٩% في ماليزيا ، ٧,٩% في تايلاند ، خاصة بعدما شهدت منطقة جنوب شرق آسيا ولعدة سنوات سابقة تدفقات رأسمالية ضخمة من مختلف دول وأسواق العالم.

٤- العجز الكبير في الموازنات العامة لدول جنوب شرق آسيا ، مما دفع تلك الدول للاعتماد أساساً على تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية ، لتمويل ذلك العجز حيث بلغت تلك التدفقات ١٤٢ مليار دولار عام ١٩٩٦ ، مما أدى إلى تضخم عبء الدين الخارجي الذي تتحمله تلك الدول (٤٨% من الناتج المحلي في كل من إندونيسيا والفلبين ، ٣٩% في ماليزيا) ، مع انخفاض أسعار الصرف وانعكاسة السلبية على المراكز المالية للمؤسسات المصرفية في تلك الدول.

٥- ارتفاع مديونيات البنوك المحلية والمشاركة بالعملات الأجنبية ، إذا توسعت تلك البنوك في الاستدانة بالدولار خلال السنوات الأخيرة لتمويل مشروعات للتوسع وتوفير السيولة مما عرضها لمخاطر عديدة بعد تخفيض قيمة العملة المحلية كما حدث في تايلاند وماليزيا وإندونيسيا وكوريا الجنوبية.

٦- اتسمت سياسة الاقتراض المصرفي في تلك البلدان بارتفاع نسبة " قروض المجاملة " نتيجة الفساد السياسي أو لتمويل التوسع العقاري وعمليات المضاربة ولا سيما في سوق الإسكان الفاخر ، مما أدى إلى ارتفاع نسبة الديون الرديئة والمشكوك فيها حيث تشير بعض التقديرات إلى أن نسبة الديون الرديئة والمشكوك فيها بلغت نحو ٢٠% من جملة القروض الممنوحة بواسطة البنوك في تايلاند وحوالي ١٧% في إندونيسيا وحوالي ١٦% في كوريا الجنوبية وماليزيا.

٧- الإفراط في تقديم القروض للشركات التي تتعامل في العقارات والأسهم مع تعاظم تدفقات رأس المال إلى دول جنوب شرق آسيا مما أدى إلى زيادة موجات التضخم حتى بلغت نسبة الائتمان إلى الناتج المحلي الإجمالي في العديد من دول جنوب شرق آسيا حوالي ١٦٠%.

٨- زيادة المضاربات على أسعار صرف العملات الرئيسية برفع أسعار الفائدة السائدة في البنوك الوطنية على هذه العملات ، وذلك بهدف وقف التحويلات من العملة الوطنية إلى العملات الأجنبية خاصة الدولار الأمريكي ، مع تشجيع مختلف المستثمرين على تحويل الدولارات إلى

العملات الوطنية، ومع رفع أسعار الفائدة تحول المستثمرين من الاستثمار في الأوراق المالية إلى الودائع المصرفية للاستفادة من عوائدها المرتفعة وبالتالي عرضت كميات كبيرة من الأسهم والسندات للبيع في السوق الوطنية دون أن يقابلها طلبات شراء مما أدى إلى إنهيار الأسعار إلى مستويات مستويات متدنية حيث تراوحت نسبة الانخفاض بين ٢٥% إلى ٥٠% من الأسعار السائدة في هذه الأسواق قبل حدوث الأزمة.

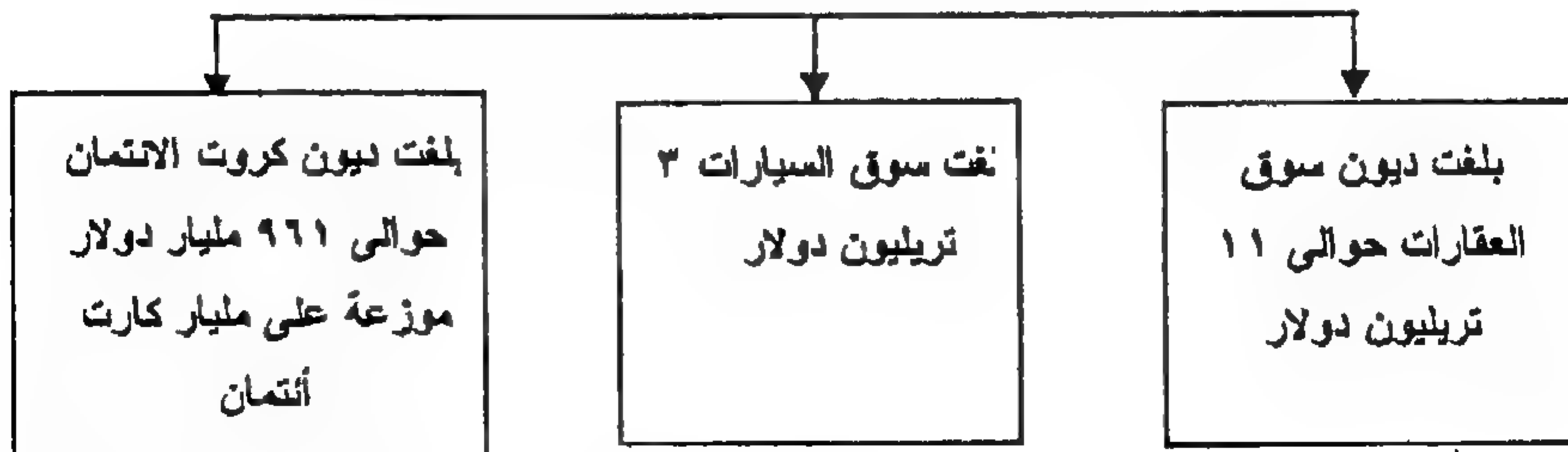
ونتيجة للتداعيات السلبية للأزمة تدخل صندوق النقد الدولي واليابان لوقف تيار الانهيارات المالية والتدهور الاقتصادي في تلك الدول بعد نحو عشر سنوات من الرخاء بتنفيذ بعض السياسات أهمها مايلي:

- تعزيز الأنظمة المالية والإصلاحات الحكومية لدعم المنافسة المحلية.
- ضبط التضخم وفرض رقابة صارمة على الأنشطة المصرفية للبنوك التجارية والمتخصصة وشركات الأموال والتأمين.
- إصدار سلسلة من التشريعات التي تستهدف إصلاح النظام المالي مع تخفيض أسعار الصرف.

خامساً : الأزمة المالية الراهنة:

بدأت أحداث هذه الأزمة في منتصف سبتمبر ٢٠٠٨ بعد إعلان فلاس بنك (ليمان برادرز) أكبر بنك للتمويل العقاري في الولايات المتحدة ثم تلا ذلك عدة بنوك ثم تصاعدت الأحداث تباعاً مما استلزم وضع خطة إنقاذ مالي لمساعدة البنوك المتعثرة قيمتها ٧٠٠ مليار دولار مع رفع قيمة الضمان الحكومي لأموال المودعين في البنوك الأمريكية من مائة ألف دولار إلى ٢٥٠ ألف دولار. ورغم ذلك استمر إنهيار مؤشرات أسواق الأوراق المالية وتفاقم الخسائر في أسواق الولايات المتحدة وأوروبا وآسيا والدول العربية ، وترجع الأزمة أساساً إلى الإفراط في منح القروض العقارية ثم توريقها حيث تسهم البنوك بطريقة فعالة في منح الائتمان عن طريق ما تقمة من قروض سواء برهن المنازل أو لأقساط السيارات وغيرها مما يؤدي إلى تضخم محفظة الديون لدى البنوك حيث يقوم بتوريقها في شكل سندات تباع لطرف ثالث بينما يقوم البنك بتحصيل الفوائد وأصل الديون لحساب الطرف الثالث مقابل رسوم مناسبة، وقد بلغت قيمة الديون التي تم توريقها مقابل رهونات المنازل والسيارات وكروت الائتمان حوالي ١٣ تريليون دولار، كما يمكن تشخيص مسببات وحجم الأزمة في الولايات المتحدة الأمريكية على النحو الموضح بالشكل رقم (١):

مسببات الأزمة المالية في الولايات المتحدة



شكل رقم (١)

ومما أدى إلى انتقال الأزمة إلى الدول الغربية ما قامت به بنوك الاستثمار (وهى البنوك التى تأسسها البنوك التجارية للهروب من الرقابة والتحايل على القيود المنظمة للنشاط المالى التى قامت بشراء هذه السندات من البنوك الامريكية ، ومن أهم تداعيات هذه الأزمة فى النصف الأول من شهر أكتوبر ٢٠٠٨ ما يلى :

١- سجل مؤشر داو جونز الصناعى لأسهم الشركات الأمريكية فى وول ستريت هبوطاً بلغ ١٠,٠٠٠ نقطة للمرة الأولى منذ عدة سنوات ، كما تراجع مؤشر ستاندر أند بورز ٥٠٠ الأوسع نطاقاً ٤٣,٣٤ نقطة بنسبة ٣,٨٥ % وهو أكبر تراجع للمؤشر منذ نوفمبر ٢٠٠٣ ، وأنخفض مؤشر ناسداك المجمع لأسهم الشركات التكنولوجية ٨٤,٤٣ نقطة بنسبة ٤,٣٤ %.

٢- شهدت الأسواق الآسيوية تراجع كبير من معاملاتها لم تشهده منذ سنوات حيث تراجع مؤشر نيكى أكثر من ٥% لأول مرة منذ ١١ سبتمبر ٢٠٠١ ثم يعاود الارتفاع ليستقر المؤشر منخفضاً ٣,١% ، كما هبط مؤشر توبكس الأوسع نطاقاً ٥% أيضاً ولتدارك نقص السيولة أعلن بنك اليابان المركزى ضخ ٧,٢٥ مليار يورو لدعم النظام المصرفى اليابانى ، كما تراجعت بورصة سول بحوالى ١,٣٥ %.

٣- اتجهت الأسهم الأوروبية إلى الانخفاض خاصة أسهم القطاع المصرفى حيث أنخفض مؤشر يوروفرست ٣٠٠ بنسبة ٧,٨% ليسجل أدنى مستوى له منذ أربع سنوات ، كما تهاوى مؤشر الفاينانشيال تايمز ١٠٠ فى لندن بنسبة تجاوزت ٥% ، كما هبط مؤشر بورصة فرانكفورت داكس ٣٠ بنسبة زادت على ٦% وانخفض مؤشر كاك الفرنسى بنسبة ٥,٧٧ % ، وهبط مؤشر داو جونز ٦٠٠ للأسهم الأوروبية بنسبة ٥,٢ % .

٤- هبطت أسعار الاسهم الآسيوية بشكل حاد فى اليابان حيث أنخفض مؤشر نيكى بنسبة ٩% ، وهبط مؤشر هانج سينج الكورى بنسبة ٧,٢% ، وهبط مؤشر ستريت تايمز فى سنغافورة بنسبة ٧,٢ %.

٥- وفيما يتعلق بالأسواق العربية لوحظ ما يلى :

■ واجهت أسواق المال فى الإمارات انهياراً حيث فقد مؤشر سوق دبی ٧٨٠ نقطة بنسبة تراجع بلغت ١٩,٧% وشهدت القيمة السوقية انخفاضاً حاداً حيث خسرت الأسهم ما يقرب من ١٤٢ مليار درهم فى أربعة أيام فقط نتيجة تصاعد الشاؤم لدى المستثمرين جراء انهيار الأسواق العالمية وفى مقدمتها أسواق آسيا وأمريكا.

■ تهاوت الأسعار فى سوق السعودية للمرة الثانية فى أقل من شهر حيث تراجع مؤشر السوق بمقدار ١٢٩٨ نقطة، وبنسبة انخفاض بلغت ١٧,٤% ، كما حققت الأسهم الكويتية خسائر بنسبة ١٠,٥ %.

■ فقد مؤشر الدوحة ٢٠% من قيمته فى سوق قطر حيث تراجع بمقدار ١٨٨٠ نقطة ، كما فقد مؤشر بورصة عمان بالأردن ٥٨٠ نقطة بنسبة ١٤,٢% ، كما فقد مؤشر سوق البحرين ١٣٤ نقطة بنسبة ٥,٨ %.

■ شهدت بورصة الأوراق المالية فى مصر انخفاضاً حاداً بلغ ١٦% ثم واصل السوق

الانخفاض ليقترّب مؤشر CASE30 من مستوى ٥٠٠٠ نقطة.

وفي سبيل إيقاف هذه الانهيارات وتعويض بعض خسائرها لم تجد الولايات المتحدة والدول الصناعية الكبرى بدأ من مجموعة العشرين منضم إليها الصين والبرازيل وتعقيد الدول العربية النفطية التي تربطها بالولايات المتحدة مصالح اقتصادية وتخشى على استثماراتها ، وفوائدها النفطية التي تراكمت لدى البنوك الأمريكية.

وتشير مؤشرات الأزمة الحالية إلى من أهم أسبابها الإفراط في الاقتراض العقاري والأفراط في المضاربات في المشتقات داخل أسواق المال بعيداً عن رقابة السلطات النقدية وغياب قواعد وضوابط الحوكمة والإفصاح التي تنادي بها الدول الكبرى والمؤسسات الدولية.

أزمة ١٩٢٩:

وإذا كانت أزمة سنة ١٩٢٩ أدت إلى أفلاس تسعة آلاف بنك في الولايات المتحدة وحدها ، كما ضاعت أموال الموزعين في البنوك في ظل انهيار البنوك العقارية والمتخصصة والتجارية وعدم قدرتها على مواجهة طلبات السحب وأوامر الدفع ، حيث بلغت خسارة هؤلاء المودعين ١٤٠ بليون دولار ، وأرتفع معدل البطالة إلى ما يزيد على ٢٥% مع بداية عام ١٩٣٣ ليصل عدد العاطلين إلى نحو ١٣ مليون عاطل ، كما أنخفضت أسعار السلع بنسبة تتراوح ما بين ٢٠ إلى ٢٥% ، بينما تجمدت أرصدة الديون وانخفض الإنتاج الصناعي بنحو ٤٥% خلال الفترة من سنة ١٩٢٩ إلى سنة ١٩٣٢.

ومن ناحية أخرى أدى انهيار الصادرات الزراعية كالقمح والقطن والدخان إلى توقف المزارعين الأمريكيين عن سداد ما عليهم من قروض مما أدى إلى اشتداد أزمة الإعسار المالي لدى البنوك والمؤسسات التي تقوم بعمليات الاقتراض.

وتراجعت الاستثمارات العقارية بنسبة ٨٠% بين عامي ١٩٢٩ ، ١٩٣٢م مما يؤكد عدم صلاحية النظام المالي السائد حالياً الذي يعتمد على تحرير الأسواق بهدف زيادة الارتباط المتبادل بين المجتمعات الإنسانية ، وتحرير انتقال رؤوس الأموال والأيدلوجيات تحت مظلة العولمة .

أزمة ١٩٨٧:

كما أدى الانهيار العظيم الذي اجتاحت الأسواق المالية في ١٩٨٧ إلى هدم البنيان الرأسمالي من قواعد حيث أثبت هذا الانهيار زيف آليات السوق ، وعجزها عن تصحيح الاختلالات التي تحدث في الأسواق ، وهي ليست اختلالات وقتية لقوى العرض والطلب ، وإنما اختلالات هيكلية تتعلق باقتصاديات السوق التي يقوم عليها النظام الرأسمالي حيث وصفت هذه الأزمة بأنها الأسوأ في تاريخ الأزمات ، حيث انخفض مؤشر داو جونز بمقدار ٣٨ نقطة في اليوم الأول من أحداث الكساد الكبير عام ١٩٢٩ ، وبنسبة ١٣% بينما انخفض هذا المؤشر في اليوم الأول للانهيار الذي اجتاحت الأسواق العالمية في ١٩ أكتوبر ١٩٨٧ بمقدار ٥٠٨ نقطة بعدما انخفضت أسعار أسهم الشركات بنسبة ٢٢% وخسر أصحاب هذه الأسهم خلال الساعات السبعة الأولى ٥٦٠ مليار دولار ، كما انخفضت أسعار الأسهم في المملكة المتحدة بنسبة ٢٦,٤% وفي هونج كونج بنسبة ٤٥,٨% ، وكندا بنسبة ٢٢,٥% وأستراليا بنسبة ٣١% مما ترتب عليه إيقاف التعامل في بعض

البورصات العالمية بعدما تدفقت أوامر البيع فى موجات متتالية يصعب تجنب سلبياتها فى ضوء سيل الخسائر الى منى بها المتعاملون فى هذه الأسواق من الأفراد والمؤسسات المالية المصرفية وغير المصرفية. وفى ضوء تداعيات الأزمة بسبب تفاقم أزمة الرهونات العقارية التى كانت من أهم أسباب تفجر الأزمة المالية الراهنة والتى اسبابها إلى ما أنتهجت الإدارة الأمريكية من سياسات تستهدف تملك كل أمريكى أو من يتمتع بالجنسية الأمريكية عقاراً ولو لم يكن قادراً على السداد وقت تملكه له حيث ترتب على ذلك ما يلى :

١- زيادة أقبال الأفراد والشركات على الاقتراض لشراء العقارات بهدف السكنى أو الاستثمار أو حتى المضاربة ، كما توسعت المصارف والمؤسسات العقارية وشركات المقاولات والبنوك العقارية والمتخصصة فى منح القروض دون ضمانات مؤكدة حيث قدر حجم القروض العقارية بحوالى ٧٠٠ مليار دولار، ونتيجة لتوسع البنوك فى عمليات منح الائتمان ، و زيادة المعروض النقدى، وتهافت الأفراد والمؤسسات على شراء العقارات ، ارتفعت أثمانها ، وأثمان كافة السلع وبالتالي ارتفعت معدلات التضخم.

٢- فى مواجهة اتجاهات التضخم قام بنك الاحتياطي الفيدرالى الأمريكى برفع سعر الفائدة لامتصاص فائض السيولة ، وتخفيض معدل التضخم وتحجيم قدرة البنوك على منح الائتمان مما أدى إلى كثرة حالات التعثر فى السداد وعجز معظم مالكي العقارات عن سداد قيمة الأقساط وفوائدها بعد ارتفاع أسعارها مما أدى إلى تفاقم ارصدة القروض المتعثرة حتى بلغت حوالى مائة مليون دولار.

٣- نتيجة لعدم سداد القروض العقارية كان لابد من استرداد العقارات المرهونة بسبب التوقف عن الدفع ، وبلغ المتعثرين حوالى ثلاثة مليون أمريكى وبالفعل أخليت قرى ومدن بأسرها لحساب بعض البنوك والمؤسسات المالية والعقارية مما أدى إلى انخفاض أسعارها من ناحية و اختلال المراكز المالية للبنوك والمؤسسات المالية وبيوت الرهونات العقارية من ناحية أخرى مما أدى الى احتدام أزمة القروض المتعثرة حيث أعلن افلاس بنك ليمان، كما تم بيع بنك ميرل لينش إلى بنك أوف أمريكا بمبلغ ٥٠ مليار دولار أمريكى ، كما تلى ذلك تجميد صناديق جميع البنوك الأوروبية العاملة فى المجال العقارى فى الولايات المتحدة وفى بريطانيا و توضيح بعض التقارير استرداد المؤسسات المقرضة لحوالى ١٤ ألف مسكن خلال عام ٢٠٠٧ بزيادة قدرها ٣٠% عن العام السابق خلافاً لـ ١٢٥ ألف عقار تأخر أصحابها عن دفع أقساط القروض بينما لجأ بعض أصحاب العقارات إلى بيع عقاراتهم لبعض الشركات العقارية بقيمة تقدر بحوالى ٥٠% من قيمة العقار مقابل قيام هذه الشركات بتأجير تلك العقارات لهم ، بغية تفادى طردهم من المساكن

ب- مسببات الأزمة:

ويمكن تلخيص أسباب الانهيارات المالية واحتدام الأزمات المالية الى مايلي:

١- البيع الآجل :

نقصد بالبيع الآجل ما تأجل فيه الثمن والمئمن اى ما يتأجل فيه العوضين الثمن ومحل التعاقد

ولا نقصد به بيع النسبة أو البيع بالآجل.

حيث ازدهر نشاط القطاع المالى (غير المنتج) وازداد وزنه النسبى فى الاقتصاد الرأسمالى على حساب القطاع المنتج ، أصبح صنع النقود مجالاً للتربح بدلاً من صنع السلع وحلت الفائدة محل الربح ، وبرزت المضاربة بمثلولها الاقتصادى بوصفها نشاطاً جوهرياً فى النظم الرأسمالية لا يتحرك بهدف قضية الانتاج ولكن بغرض تحقيق المزيد من المكاسب ، وهو ما تزهو به أسواق النقد وأسواق رأس المال حالياً بعد تضخم حجم تداول المشتقات و التحول من القرض للإنتاج إلى القرض للقرض ، وتؤكد ذلك بعض البيانات المنشورة لبنك التسوية الدولية BIS التابع لصندوق النقد الدولى سنة ٢٠٠٠ حيث تبين ازدياد قيمة العقود الآجلة فى العالم الى ٣٩٠ تريليون دولار فى نهاية عام ١٩٩٨م ، بينما تشير تقارير البنك الدولى إلى أن حجم التجارة الدولية لم يتجاوز ٦,٨ تريليون دولار مما يؤكد أن التمويل بالدين يعتبر أفضل انواع التمويل وهو الأقل تكلفة والأكثر ربحية، مما يعنى نقل المخاطرة من اصحاب المشروع الى الدائنين من خلال المتاجرة بأموال الغير ، بينما يعتمد تأسيس الشركة على تعدد الشركاء وتعدد أنصبه رؤوس الأموال باعتبار إن الهيكل التمويلي الأمثل يقوم على مزيج من رأس المال والقرض و كلما زاد حجم الاقتراض كلما زادت اعباء الفوائد المدفوعة التى يمكن استردادها عن طريق خصمها من الوعاء الضريبي الأمر الذى يوفر ميزة نسبية تتم عند تمويل توسعات الشركة عن طريق القروض بدلاً من زيادة رأس المال ، وان كان ممن المعروف أن الرافعه المالية سيف ذو حدين وإن المؤيدين للاقتراض إنما يتجاهلون المخاطرة التى قد تؤدي إلى إفلاس المشروع .

ومن صور التعامل بالدين ما يلى :

(أ) الشراء الهامشى :

ينادى الكثير من الاقتصاديين وخبراء اسواق المال ان الشراء الهامشى كان أحد الأسباب الرئيسية لأنهييار الأسواق العالمية فى الثلاثينات التى واكبت احدث الكساد الكبير عام ١٩٢٩ وهكذا فى اكتوبر ١٩٨٧ ، باعتبار ان هذه المضاربات المفرطة لها مخاطر جسيمة مما قد يصيب جميع المتعاملين فيها أضرار بالغة خاصة إذا واجهت السوق احدث تخالف التوقعات فتقع الكوارث وهذه المعاملة فى حقيقتها تجمع بين الربا والقمار .

فى ضوء ما سبق فإن ما حدث فى أزمة الكساد الكبير ، وفى أزمة اكتوبر ٨٧ ، وما قد يكون قد حدث ايضا فى انهيار سبتمبر ٢٠٠٨ قد يرجع اساسا الى الإفراط فى الاقتراض لأغراض المضاربة التى عادة ما تنتهى بتحقيق خسائر ضخمة يتحملها المجتمع ككل وفيما يتعلق بالأزمة الحالية يلاحظ أن الشركات العقارية تمتلك اصول مادية ملموسة وهى العقارات وفى ذات الوقت يجرى التعامل على اسهمها فى اسواق الأوراق المالية ، فإذا انهارت اسعار العقارات فى السوق العقارى انهارت اسعار اسهمها فى اسواق الأوراق المالية وبالتالي تتفاقم خسائر عمليات الشراء الهامشى ، نتيجة انخفاض اسعار الأسهم.

(ب) البيع على المكشوف :

ويعنى قيام شخص ببيع ما لايملكه من أوراق مالية اقترضها من شخص اخر بأمل انخفاض

اسعارها مستقبلا وبالتالي بعيد شرائها مما يؤدي الى تحقيق ارباح تفوق ما قد يدفعه مقابل الاقتراض مع اعادتها الى الشركة المقرضة ، مما جعل بنك التسويات الدولية يفرض العديد من القروض والتي تستهدف الحد من البيع على المكشوف ما لم يكن ذلك من خلال استخدام المشتقات المالية ، وأن تمادى بعض المستثمرين العرب في ممارسة أعمال المضاربة في بعض الأسواق العربية بحجة تنشيط معاملات السوق باستخدام بعض الادوات التي ساهمت في انهيار الأسواق العالمية ومنها الشراء الهامشى والبيع على المكشوف ، كما ساهم في حدوث الأزمة الانتقال من الأسواق الحاضرة إلى أسواق العقود الآجلة والمستقبلية والمضاربة بالتعامل فى المشتقات المالية بهدف تحقيق الهندسة المالية من التعامل بمعرفة البائع ودفع ثمنها بواسطة المشتري فى تاريخ لاحق هو تاريخ التسوية الذى قد يحقق للبائع أوالمشتري ربحاً أو خسارة يتمثل الفرق بين السعر المتعاقد عليه عند إنشاء العقد والسعر يوم التسوية ، أما فى العقود المستقبلية فتتم التسوية يومياً وحتى يوم التصفية بالإضافة أو الخصم وفقاً لمتوسط أسعار السوق ، الأمر الذى يؤكد أن هذه الصفقات تركز على فكرة بيع الدين بالدين ، فلا تملك ولا تسليم ولا تسلم، وكلا العوضين محل التعاقد مؤجلان ليوم التصفية.

٢- المضاربة :

تختلف المضاربة بمدلولها الأقتصادى عن مفهوم المضاربة فى اللغة وعند فقهاء المسلمين فالمضاربة لغة وشرعاً هى اشتراك أصحاب الأموال مع أصحاب الخبرات فى عمل معين على أن يقسما الربح بينهما بنسبة يتفق عليها فإذا ما تحقق الربح تم اقتسامه بين رب العمل والمضارب (مقابل جهده وخبرته) أما إذا خسرت الشركة فيتحملها رب المال ، أما المضارب لا يتحمل شيئاً وكفاه ما تحمله من جهد دون حصوله على أى أجر ، أما مفهوم المضاربة فى الأقتصاد الدولى وأسواق المال فيعنى المخاطرة باعتبارها تقدير فرص المكسب لاغتمامها واحتمالات الخسارة لتجنبها الا إنها عادة ما يتولد عديد من الكوارث والأزمات والخسائر على المستوى العربى والقومى والدولى ، وفى سبيل تحجيم الأفرط فى المضاربة اقترح جون ماينرد كينز فرض ضريبة عقارية على الأرباح الرأسمالية الناتجة عن عمليات البيع والشراء فى سوق الأوراق المالية ، لإجبار هذه الفئة على الاستثمار طويل الأجل ، ومع ذلك تقرر معظم تشريعات الدول العربية ومنها مصر إعفاء الأرباح الرأسمالية الناتجة عن عمليات بيع وشراء الأوراق المالية فى البورصة من الضرائب ، ومن أهم الآثار السلبية لعمليات المضاربة فى الأسواق المالية مايلى ، تعرض بنك بارينجز وهو من أعرق البنوك التجارية البريطانية للإفلاس بسبب المضاربة فى المشتقات ، مما انعكس أثره فى حدوث هزات عنيفة فى البنوك البريطانية والآسيوية والأسترالية وإعلان بنك إنجلترا عام ٩٥ إخفاق البنوك البريطانية فى إنقاذ البنك بسبب صعوبة تحديد حجم الخسائر الخاصة بالعقود الآجلة ، والأصل أن المساهم شريك فى الشركة أى أنه من أصحابها ، كما أن الأصل فى الشركة هو الاستمرار والاستثناء هو انقضاء الشركة أو خروج أحد الشركاء، كما أن السهم يعتبر فى رأس مال الشركة ويرتبط مركزه المالى بمصير الشركة حيث يتابع أدائها ، لذا من المفضل أن يكون الاستثمار فى الأوراق المالية طويل الأجل

وليس استثمار قصير الأجل حيث أن عمليات المضاربة في الأسواق لا تهتم بأداء الشركات ومدى استقرارها ونموها أو ما تحققة من فوائض مالية ، باعتبار أن هدف المضاربين هو تحقيق بعض الأرباح الرأسمالية التي تمثل الفرق بين الشراء والبيع لأوراق مالية صادرة من شركات بلا أصحاب ، كما يرى البعض أن التعامل في المشتقات يمثل نوعاً من القمار المقنن ، وهي أدوات مالية تمثل جانب الرهان على أداء ورقة مالية معينة أو حزمة من الأوراق ، كما أصدر صندوق النقد الدولي وثيقة دامغة تؤكد أن جميع المشتقات المالية قد جرى تصميمها بغرض المضاربة ، أو المتاجرة في مخاطر السوق.

وذهب الفريد ستينر إلى وصف المشتقات بأنها وحش المالية المفترس وأنها ديناميت الأزمات المالية ، كما أوضح بيتر دراكر الاقتصادي الأمريكي النمساوي الأصل " أن المشتقات المالية التي كانت من أبرز الأدوات التي تمحى عنها الفكر المالي ، تمثل أدوات القمار مثل تلك التي يجري التعامل عليها في كازينوهات مونت كارلو ولاس فيجاس.

ومن أهم مؤشرات أزمة سنة ٢٠٠٨ ما يلي :

- ١- بلغت خسارة البورصة السعودية ٧٢ مليار جنية في النصف الثاني من سبتمبر ، وخسارة صناديق المعاشات في الولايات المتحدة حوالي ٢ تريليون دولار في ثمانية أشهر ، كما بلغ العجز في الموازنة الأمريكية للعام الحالي حوالي ٤٣٨ مليار دولار.
- ٢- بلغ العجز في الميزان التجاري الأمريكي ٧٥٨ مليار دولار نتيجة لتحول رؤوس الأموال من القطاع المنتج إلى القطاع غير المنتج بهدف في تحقيق الكسب السريع.
- ٣- بلغ حجم ديون الأفراد ٩,٢ تريليون دولار منها ٦,٦ تريليون دولار تمثل ديون عقارية.

٤- بلغ حجم ديون الشركات ١٨,٤ تريليون دولار.

وفي سبيل تفادي الآثار السلبية للآزمات بل وتجنب حدوثها يقترح مايلي:-

- ١- تحجيم قدرة البنوك على منح الائتمان سواء كان ذلك لأسباب تجارية أو استثمارية.
- الحد من المضاربات في الأسواق المالية والتي تضر بشتى وجوه النشاط الاقتصادي.
- ٢- فرض ضرائب مناسبة على الأرباح الرأسمالية الناتجة من بيع وشراء الأدوات المالية.
- ٣- تشجيع الاستثمار في قطاع الإنتاج.

تداعيات الأزمة المالية على المستوى الدولى والاقليمى والمحلى

مقدمه :

اولا : أزمة الكساد العالمى سنة ١٩٢٩

ثانيا: أزمة سوق المناخ سنة ١٩٨٢

ثالثا : أزمة الاثنين الاسود سنة ١٩٨٧

رابعا: أزمة جنوب شرق اسيا سنة ١٩٩٧

خامسا : الأزمة العالمية الراهنة سنة ١٩٩٨

أ- مؤشرات الأزمة

ب- مسببات الأزمة

سادساً: تحليل اسباب تفاقم الازمات المالية

سابعاً : تداعيات الأزمة المالية العالمية

ويشكل قطاع العقارات فى الولايات المتحدة الامريكية القوة الدافعة لنمو الاقتصاد الامريكى بعد أن اتجهت اليه اموال المستثمرين منذ اوائل القرن الحادى والعشرين مما ادى الى ارتفاع اسعار العقارات وترتب على ذلك ما يلى :

١-زيادة قيمة المساكن الجديدة مما جعل الراغبين فى شراء هذه المساكن ذات الاسعار المرتفعة مبالغاً اكبر نسبياً وبالتالي ارتفع حجم واعباء القروض المسحوبة من البنوك للحصول على العقارات

٢- فى ضوء ارتفاع اسعار العقارات سمح لمالكي هذه العقارات بزيادة حجم القروض المسحوبة برهن عقاراتهم وبشكل طردى اى كلما زاد سعر العقار كلما ازدادت فرص الحصول على قروض اضافية .

وقد لعبت المؤسسات المالية المصرفية دوراً أساسياً فى تفاقم الأزمة وفقاً لما يلى :

الاول - اعادة تقييم قيمة العقارات التى يستدين اصحابها عن طريق الرهن فى ظل تنامي وازدهار السوق مما اتاح لاصحاب العقارات فرص بزيادة القروض المسحوبة . علماً ان المصرف يعطى قرضاً لا تتعدى قيمته غالباً نصف قيمة العقار الامر الذى ادى الى تمادى المصرف فى فتح القروض لتوظيف امواله وتحقيق مكاسب ضخمة بل قامت بعض المصارف بالمغالاه فى تقييم العقارات حتى بلغت ٢٠ ضعفاً من الثمن الاساسى .

الثانى - اتجهت المصارف الى تحقيق معدلات الفائدة بغية التشجيع على الاقتراض من جهة وتعظيم ارباح المصارف من جهة اخرى خاصة بعد أن تم رفع سعر الفائدة على قرض الرهن العقارى بهامش يعلو بفائدة البنك الفيدرالى الامريكى التى كانت منخفضة نسبياً ثم اتجهت للارتفاع فيما بعد بما يحقق مكاسب أكيدة للمصارف .

الثالث - يتضمن شروط القرض توكجيه دفعات سداد السنوات الثلاث الاولى من القرض لسداد قيمة فوائد القرض وليس لسداد اصل القرض مما جعل معظم المقرضين دون تملك اى جزء من منازلهم الا بعد مرور ثلاث سنوات على بدء رفع اقساط القرض .

الرابع - قيام المصارف باقراض اصحاب العقارات الذين يتميز سجلهم الائتماني ومركزهم المالي بالسوء فى سداد القروض بفوائد أكبر ، بدافع الربح السريع ، وتوسعت فى هذا الاقراض حتى بلغت قيمة القروض المقدمة ذات المخاطر العالية والعوائد المرتفعة حوالى ١٣,٣ ترليون دولار ، وهو ما يشكل حوالى ٢٠% من قروض الرهن العقارى .

الخامس - تنص عقود الاقراض برهن العقار على أن ترتفع الفوائد الى ثلاثة اضعاف قيمة القرض عند التأخر عن السداد لوعدم السداد ، مما زاد من حجم السديون على الرغم من استمرار المقرضين فى السداد مما ادى الى اعسار بعض المقرضين بحيث لم يتمكن الكثير من سداد ديونهم .

السادس - قامت المصارف الامريكية عند مؤشرات انخفاض لسعر للعقارات بتحويل مخاطر الازمة وتحويلها الى بعض الدول الاخرى من خلال قيام المصارف الامريكية بطرح سندات للرهن العقارى للبيع مقابل منح المشتري فوائد عالية ، مما حفز لشركات والبنوك والافراد وصناديق الاستثمار فى مختلف انحاء العالم بشرائها باعتبار انها مضمونة بعقارات ، ومؤمن عليها لدى شركات تأمين تحمل تصنيفا لائتمانيا متقدما ثم تفالمت للمشاكل فى ضوء ما يلى :

- ١- اعادة بيع هذه السندات بعد شرائها وتحقيق بعض الارباح
- ٢- برهن هذه السندات بغية الحصول على قروض جديدة مما ادى الى زيادة معد دوران هذه الديون الى ثلاثين ضعفاً .
- ٣- قيام المستثمرين فى هذه السندات بالتأمين عليها لدى شركات التأمين خوفا من مخاطر انخفاض قيمتها مما زاد من عدد المتورطين فى مثل هذه المعاملات وتعددت جهات ومؤسسات المطالبة بالعقار وفاءً للديون المستحقة منهم مالك العقار الذى سدد جزءا من ثمن الشراء .
- والمصرف الذى ارتهنه مقابل القرض الذى قدمه ، ومشترو السندات الذين يعتقدون أنهم يملكون سندات مدعومة برهن عقارى ، وشركات التأمين التى تعتقد ان لها حق مقابل هذا العقار مما تدفعه من تعويضات .

أدى نقص فى سيولة فى المصارف بسبب تعثر المقرضين

ثم افلاس المصارف وصناديق الاستثمار

ثم افلاس شركات التأمين التى قامت بدفع مبالغ التأمين الى المستأمنين

وهكذا تفاقت مظاهر الازمة تباعا من فبراير ٢٠٠٧ عندما اعلن عن عدد من حالات الافلاس فى مؤسسات مالية متخصصة بسبب تعثر سداد قروض الرهن العقارى . وما يترتب على ذلك من مشاكل وأزمات مالية فى مختلف المؤسسات المالية المصرفية وغير المصرفية حيث تدهورت الاسواق المالية العالمية أمام مخاطر اتساع الازمة وبدأت المصارف المركزية بالتدخل لدعم السيولة فى بعض المؤسسات المالية خاصة بعد اسعار اسهم بعض المصارف

الكبرى نتيجة شطبها لمبالغ ضخمة من ديون الرهن العقاري . ومنذ اوائل سنة ٢٠٠٨ بدأ البنك الفيدرالى الأمريكى تخفيض لمعدلات الفائدة تباعاً حتى بلغت مستويات متدنية قريبة من الصفر فى نهاية عام ٢٠٠٨ .

وضعت الخزانة الامريكية كما فى سبتمبر ٢٠٠٨ كبرى مؤسسات الاقراض الرهن العقاري (فريديريك ماك) (وفانى ماى) تحت الوصاية مع ضمان ديونهما فى حدود ٢٠٠ مليار دولار ، كما اعلن عن افلاس بنك ليمان برانرز وهو رابع أكبر بنك فى الولايات المتحدة ز الامريكية بتأميم أكبر مجموعة تأمين فى العالم (AIG) تجنباً لإعلان افلاسها مع وضع خطة لمعالجة آثار الازمة المالية فى السوق الامريكية باعتبارات مبدئية قدرها ٧٠٠ مليار دولار ومع ذلك استمر التدهور كما تجاوزت الازمة القطاع المالى الى قطاع الصناعة بسبب أزمة السيولة وانخفاض الطلب وبدأ شبح الافلاس يحيط بشركات السارات وهكذا .

تحوت الازمة الى اقتصادية عالمية وساد الاقتصاد العالمى كساد وصف بأنه الاسوأ من نوعه منذ أزمة الكساد الكبير عام ١٩٢٩ .

سادسا : تحليل أسباب تفاقم الازمات المالية :

١- (الاقراض بفائدة) :

إن السبب الرئيسى للأزمة المالية العالمية هو الاقراض بفائدة ، وذلك باعتراف الاقتصاديين زفى كل مكان ، حيث أدت الارتفاعات المتتالية لأسعار الفائدة من قبل البنك الفيدرالى الأمريكى الى زيادة أعباء القروض العقارية ، وعدم قدرة معظم المقترضين على السداد ، أو التأخر فى السداد ، حيث حققت عليهم أسعار فائدة أعلى ومن ثم أعباء إضافية فوق قدراتهم خاصة مع ارتفاع اسعار الضرائب والطاقة حيث توقف أغلبهم عن السداد بالكامل لما يستحق عليهم .

٢- بيع الدين

قامت المصارف التى منحت قروض الرهن العقاري ، هذه للديون بطرح سندات فى الاسواق المالية لعدد من المصارف والمؤسسات والشركات والافراد بمختلف انحاء العالم ، حيث قامت هذه المؤسسات بدورها بإعادة بيعها أيضاً . حيث حدثت الازمة وانخفضت قيمة السندات المدعومة بالاصول العقارية فى السوق الامريكية بأكثر من ٧٠% وفى صدد تدهور اسعار سوق السندات واصبح من العسير معرفة حجم تداول الديون يومياً فى العالم . خاصة بعد أن أصبح حجم تجارة الديون (للسندات) متجاوزاً حجم الإنتاج من السلع والخدمات بمراحل حيث بلغ حجم التعامل فى الديون فى الاسواق المالية العالمية ما يزيد على ألف مليار دولار يومياً بينما يصل الإنتاج العلمى من السلع والخدمات الى حوالى ثلاثين ألف مليار فى العالم الكامل فقط كما بلغ حجم ديون الرهن العقاري المتدولة لدى مؤسستى (فريدى ماك) و (فانى ماى) وحدهما حوالى ٥ تريليون دولار (٥٠٠٠ مليار دولار) وهو ما يقرب حجم اقتصاديات الدول العربية مجتمعة .

ويمثل هذا الاحتلال الاقتصادى بين حجم الديون وحجم الإنتاج العالى من أهم اسباب نشوء

عدد من الازمات

٣- تداول الرهن :

يعتبر الرهن وسيلة تضمن بها الدائن الحصول على حقه إذا تعذر استرداد دينه من المدين

الراهن عند حلول أجل الدين الا انه فى ضوء ما يجرى من الاسراف المالية حالياكونه ضمان حيث بدأت المؤسسات بالحصول على مزيد من القروض من خلال تداول الديون المرهونه ببيعها وشرائها والاقتراض عليها الذى أدى إلى التوسع فى منح الديون وبيعها وبالتالي زيادة حجم سوق التوريق فى العالم ((حيث بلغ ٥٠٠ بليون دولار عام ١٩٩٤ فى الولايات المتحدة وبلغت القروض المورقة بسندات أوربية بمبلغ مماثل)) بينما تنادى الأحكام الشرعية فى الاقتصاد الاسلامى المتعلقة بالرهن حيث بعدم جواز انتفاع الدائن المرتهن بالرهن ولو بإذن الراهن وعدم جواز انتفاع المدين الراهن (صاحب الرهن) إلا فى حالات معينة بالرهن من خلال أخذ عمولة أو فائدة من المرتهن مقابل أنتفاعه بالعين المرهونة لان ذلك يؤدى إلى الربا فى الجملة.

٤- أختلالات الاقتصاد الرأسمالى:

من المعلوم أن النظام الاقتصادى الرأسمالى يقوم على مبادئ عامة كالحرية الاقتصادية المطلقة وما يتفرع عنها من قضايا تتعلق بالانتاج والاستهلاك والتداول والاستثمار والملكية والمعاملات المالية المطلقة يسهم فى نشوء الازمات فى بعض السياسات أو المعاملات المالية الغير منطقية.

فالحرية الاقتصادية المطلقة فى المعاملات المالية لقانون جلاس ستيجال الصادر عام ١٩٩٧ حيث سمح للشركات المصرفية بحرية التعامل فى نشاط التأمين والأوراق المالية، كما سمح لها لقيام بأعمال المصارف التجارية والاستثمار فى العقارات والنشاطات المتممة لذلك وبالتالي عكف الموظفون والمستثمرون فى المؤسسات المالية الكبرى على ابتكار أدوات ومشتقات مالية متطورة باستخدام جداول الاكسل وبرامج التحليل المالى بغية مضاعفة أرباحمؤسساتهم دون النظر الى مخاطر والآثار اقتصادية التى يمكن أن تنتج عن هذه الأدوات داخل السوق التى تساهم فى تفاقم الازمة حيث التضخم فى حجم وعدد المعاملات على عقود المستقبل والمشتقات والخيارات والبيع بالهامش والبيع القصير الخ

سابعاً: تداعيات الأزمات المالية العالمية

أولاً: الآثار العالمية للأزمة

لقد بدأت الأزمة المالية ثم تحولت الى اقتصادية فى ضوء الآثار والوشرات العالمية والاقتصادية من خلال الأزمة المالية

آثار الأزمة المالية:

١) إفلاس عدد من المؤسسات المالية العملاقة:

كان أول آثار الأزمة المالية إفلاس مؤسسات كبرى عمرها أكثر من قرن من لازم إفلاينك (ليمان برونرز) وهو رابع أكبر بنك فى الولايات المتحدة ثم تعثر شركة (ميريل لينش) بعدما خسرت حد إلى ٢٣ مليار دولار ثم تتابعت حلقات الانهيار لتشمل " واشنطن ميوتشوال " أحد أكبر مصارف التوفير والقروض إلى " فاني ماي" وفريدى ماك والمختصين بتمويل العقارات حيث بلغت خسائر شركة " فاي ماي" خلال الربع الاول من عام ٢٠٠٩ م ٢٣,٢ مليار دولار قم تعدت الأزمة حدود الولايات المتحدة لتضرب مؤسسات مالية ضخمة فى أوروبا مثل مصرف:

"ثورثن روك" فى بريطانيا بنك ثم أنهيار المركز المالى أو " إتش بى أو إس" رابع بنك فى بريطانيا بنك "هالفاكسبنك أوف سكوتلاند " الذى اشتراه بنك " لويديز" البريطانى كما ضربت الأزمة العديد من المؤسسات فى المالية المصرفية وغير المصرفية منها بنك " هيبو ريل إيستيت" فى المانيا بالإضافة الى الخسائر المحققة فى مجموعة "سيتى جروب" المصرفية الأمريكية وبنك " جى بى مورغان تشيس" ثم إفلاس أكبر شركة تأمين فى الولايات المتحدة الأمريكية والعالم وهى "AIG" دافعة معها قطاع شركات التأمين فى العالم إلى الهبوط حتى أصبح سعر التداول الشركة بتداول ٤٦ سنتاً شهر مارس ٢٠٠٩ بعد أن فقد أكثر من ٩٠% من قيمته ومازاتلاوراق تكشف عن اثباتها فى المؤسسات المالية كما بلغت خسائر شركة جنرال موتورز أكبر شركة للسيارات فى العالم فى عام ٢٠٠٨ ما قيمته ٣١ مليار دولار وبلغت خسائر شركة تويوتا خلال الربع الاول من عام ٢٠٠٩ ٧ مليار دولار بسبب تراجع مبيعاتها والتأثر بأزمة السيولة العالمية وانخفاض الطلب العالمى على السيارات

٢ أزمة السيولة العالمية

أفرزت الازمة المالية العالمية أزمة سيولة خانقة تولد عنها أزمة ثقة بين المصارف ف شتى أنحاء العالم الامر الذى أدى إلى انخفاض الاقراض على مستوى العالم بشكل كبير مما جعل المصارف المركزية تكثف جهودها لتجفيف حده من السيولة وإعادة الثقة إلى النظام المصرفى.

ب: أثار الأزمة الاقتصادية

تعدت أثار الازمة إلى النشاط الاقتصادى على المستوى والعالمى نتيجة الارتباط الوثيق بين الاقتصاديات العالمية مع تفاوت سلبيات هذه الآثار على اقتصاديات الدول تبعاً لاختلاف درجته انفتاحها على الاقتصاد العالمى وارتباطها به مصدرهم الآثار الاقتصادية السلبية مايلى:

(١) الانهيار فى أسواق المال العالمية:

حدوث سلسلة انهيارات متتالية فى أسواق المال العالمية بدأت من الولايات المتحدة الأمريكية وانتهت فى آسيا حيث قدرت وكالة بلومبيرغ المالية التى تابعت اداء ٨٩ سوقاً مالية حول العالم خسارة أسواق المال فى عام ٢٠٠٨ بقرابة ٣٠ تريليون دولار بينما تشير تقديرات بنك التتمبة الاسيوى الى اى خسارة العالم قاربت ال ٥٠ تريليون دولار من الاصول المالية.

ولنظرة أكثر قرباً على خسار أسواق المال العالمية نورد هنا الخسائر التى منيت بها بعض الاسواق الرئيسية يخص مؤشر "دوا جونز" الصناعى فى الولايات المتحدة الأمريكية الى ما يقار ٥٠% من قيمته منذ أعلى مستوى له عند ١٤٠٤٣ نقطة فى نهاية عام ٢٠٠٧

٢- أنخفض مؤشر "فاينانشال تايمز" لبورصة لندن مارس ٢٠٠٩ إلى ما يقارب ٤٠% من

قيمتته ٢٠٠٨

٣- انخفض مؤشر "دكس" ما يقارب ٤٥% من قيمته نتيجة للأزمة المالية العالمية كما توقعت

الحكومة الألمانية عجزاً فى الموازنة عام ٢٠٠٩ يصل الى ٣,٩% من الناتج المحلى الاجمالى

٤- انخفض مؤشر (نيكاي) لبورصة طوكيو ما يقارب ٤٢% من قيمته خلال عام ٢٠٠٨

فقط .

أما على صعيد أسواق المال العربية يشير تقرير بنك الكويت الوطني عام ٢٠٠٨ ما يلي :

- ١- انخفض مؤشر سوق دبي الى ٢٨% .
 - ٢- انخفض مؤشر البورصة السعودية حوالى ٤٣% محقق خسارة تقرب من تريليون ريال سعودى .
 - ٣- انخفض مؤشر سوق الأوراق المالية فى مصر الى ٤٧% .
 - ٤- انخفض مؤشر سوق الأوراق المالية بالكويت الى ٦٢% .
- موقف لما اعلنته تقرير بنك دويتشه الألمانية بلغت خسائر صناديق الاستثمار السيادية الخليجية المملوكة لحكومات الدول الخليجية بلغت ٤٥٠ مليار دولار بما يعادل عوائد الخليج من النفط عام ٢٠٠٨ .

(٢) البطالة :

ادت آثار الأزمة المالية إفلاس وانهيار عدد من المؤسسات المالية والعقارية حول العالم ، الأمر الذى رفع من معدلات البطالة من جهة ، ومن جهة أخرى تعمد الكثير من الشركات لتخفيض عدد العاملين لخفض التكاليف حيث تشير تقديرات منظمة العمل الدولية الى ان العالم يفقد حوالى ٥١ مليون وظيفة فى عام ٢٠٠٩ نتيجة الأزمة المالية العالمية ، وما تبعها من ركود اقتصادى ، ففي الولايات المتحدة فقد ٥,١ مليون امريكى وظائفهم اوائل عام ٢٠٠٨ منهم حوالى ٦٦٣ ألف فقدوا وظائفهم فى شهر مارس ٢٠٠٩ ، الأمر الذى رفع نسبة البطالة فى الولايات المتحدة الى ٨,٥ % ، وهى أعلى نسبة تسجل منذ عام ١٩٨٣ ، وفى دول اليورو بلغ معدل البطالة ٨,٥ % ، فى حين تشير التوقعات الى وصول عدد عاطلين عن العمل فى العالم العربى الى ٢٢ مليون عاطل سنة ٢٠٠٩ فى ظل الأزمة العالمية بزيادة ٥ مليون عن عام ٢٠٠٨ .

(٣) أثر الأزمة فى زيادة الفقر فى العالم :

لأدت الأزمة المالية الى تعميق الفقر فى العالم ، فقد أشار " روبرت زوليك " رئيس البنك الدولى الى أن الفقراء فى البلدان النامية لا يتوفر لديهم سوى أقل القليل من السبل لحماية أنفسهم ضد الآثار الناجمة عن هذه الأزمة ، " ففي لندن وواشنطن وباريس ، يتحدث الناس عما إذا كانوا سيحصلون على مكافآت من عدمه ، إلا أن الأمر يختلف تماما فى أجزاء من مناطق أفريقيا وجنوب آسيا وأمريكا اللاتينية ، حيث تدور المعركة حول ما إذا كان الناس سيحصلون على الطعام من عدمه " .

ويقدر عدد الفقراء سنة ٢٠٠٩ ما بين ٥٥ مليون إلى ٩٠ مليون شخص وهم فئة الأشد فقرا فى العالم بسبب الركود الناجم عن الأزمة المالية العالمية ، بالاركوند الناجم عن الأزمة المالية العالمية ، بالإضافة إلى أن التقرير يتوقع ارتفاع مستويات الفقر فى أكثر من نصف الدول النامية.

أ- أثر الأزمة المالية العالمية داخل افريقيا :

حذر البنك الدولى من أن أفريقيا سوف تصبح أشد مناطق العالم تضررا من الأزمة المالية العالمية ، على الرغم من أنها أقل المناطق اندماجا فى النظم الاقتصادية والمالية العالمية ،

وأوضح البنك الدولي أن تضرر إفريقيا من الأزمة العالمية يأتي من أربعة مجالات :

١- اتفاق تدفقات رؤوس الأموال الداخلية :

حيث بلغت ٣٠ مليار دولار عام ٢٠٠٢ ، ارتفعت إلى ٥٣ مليار دولار عام ٢٠٠٧ ، قد نضبت معظمها الأمر الذي أدى إلى إلغاء مشاريع حيوية ، وتأجيل أخرى ، مما سوف يعكس أثره سلبيا على خطط مكافحة الفقر .

٢- انخفاض تحويلات المغتربين :

تتضمن تدفق المعونات التي يتيحها المغتربون للفقراء ، لاسيما خلال الأوقات العصيبة خاصة وان ٧٧% من التحويلات وبلغت ٢٠ مليار دولار عام ٢٠٠٧ - تأتي من الولايات المتحدة، وغرب أوروبا .

٣- انخفاض المعونات الأجنبية للدول الإفريقية الفقيرة :

بسبب انتشار الأزمة في البلدان التي تقدم هذه المعونة ، وبسبب انكماش اقتصادها.

٤- انخفاض أسعار السلع الأساسية :

وتتمثل أغلب صادرات الدول الإفريقية ، فقد أدى انهيار أسعار السلع الأساسية إلى إلحاق الضرر بكثير من البلدان الإفريقية خاصة بعد انخفاض سعر البترول من ١٤٠ دولار إلى ٥٠ دولار للبرميل ، كما يتوقع على سبيل المثال أن يهبط إجمالي الناتج المحلي نحو ٢٣% في انجولا وبالتالي سوف ينعكس ليؤدي إلى انخفاض في معدل النمو الاقتصادي المتوقع للقارة الإفريقية بمعدل ٣ % ، مما قد يكون له آثار مدمرة على الاقتصاديات الإفريقية ، ومن صور ما يشير إليه البنك الدولي عن وجود حوالي ٧٠٠ ألف رضيع في إفريقيا قد يموتون قبل أن يتمسوا عاما واحدا نتيجة الفقر المتولد عن هذه الأزمة .

كما أوضح تقرير منظمة الأمم المتحدة للتربية والعلم والثقافة (يونسكو) :

ان تباطؤ النمو يتطلب حوالي ١٨ مليار دولار بمعدل ٤٦ دولار لكل شخص يعيش في فقر مدقع وتبلغ عددهم الأجمالي ٣٩٠ ألف شخص .

(ب) أثر الأزمة المالية العالمية في الفقر في أوروبا وآسيا الوسطى :

بعد ان تمتعت بلدان منطقة أوروبا وآسيا الوسطى بنمو قوى وانخفاض في معدلات الفقر خلال الألفية الثالثة أثار الأزمة الاقتصادية والمالية العالمية التي قد تدفع بحوالي ٣٥ مليون شخص إلى براثن الفقر والماناة من جديد ، أي حوالي ثلث عدد السكان الذين كانوا فوق خط الفقر خلال السنوات العشر الماضية .

فمن بين ٤٨٠ مليون نسمة هم عدد السكان ، تمكن ٩٠ مليون شخص حوالي ١٨% من عدد السكان من الخروج من هوة الفقر والمعاناة منذ عام ١٩٩٩ إلا انه يتوقع ان ينقص بحوالي خمسة ملايين شخص للفقر مقابل كل واحد بالمائة انخفاض في إجمالي الناتج المحلي ، مما يؤدي إلى زيادة معدلات الفقر والمعاناة بنهاية عام ٢٠٠٩ إلى ٥% أي بحوالي ٢٥ مليون شخص وقد يزيد هذا العدد بمقدار ١٠ ملايين شخص آخر ليصل إلى مجموعة ٣٥ مليون شخص بنهاية عام ٢٠١٠ .

وفي بريطانيا أيضا من المتوقع ان يصل عدد الفقر حوالي خمس السكان ، كما اشارت

منظمة أخرى تعنى بشؤون الأطفال إلى أن واحداً من بين كل ثلاثة أطفال بالمملكة يعيشون تحت خط الفقر ، كما أن هناك ٢,٩ ملايين طفل يعانون من الفقر في بريطانيا التي تعد واحدة من أكثر دول العالم ثراء .

٤) انخفاض أسعار النفط :

انعكست آثار الأزمة الاقتصادية سلباً على أسعار النفط نتيجة توقع انخفاض الطلب عليه ، فقد انهارت أسعار النفط من أعلى مستوياتها عند ١٤٧ دولار للبرميل في يوليو عام ٢٠٠٨ ، إلى ما دون ٤٠ دولار في نهاية عام ٢٠٠٨ ، أى بأكثر من ٧٠ % ، وبالتالي انعكس ذلك فى شكل عجوزات فى موازنات بعض الدول الخليجية حيث بلغ عجز الموازنة السعودية لعام ٢٠٠٩ ما قيمته ٦٥ مليار ريال أى بنسبة ١٣,٧ % ، وهى أعلى نسبة عجز منذ عام ٢٠٠٢ ، كما يتوقع أن يتراجع معدل النمو الحقيقى للنواتج المحلى الإجمالى من ٤,٩ % إلى ١,٩ % ومثله تقريباً فى باقى الدول الخليجية .

نشير فى النهاية إلى أنه من آثار الأزمة الاقتصادية العالمية انخفاض معدلات التضخم على مستوى العالم ككل ، وهذه نتيجة طبيعية تصاحب حالات الركود الاقتصادى عادة .

ثانياً : أثر الأزمة فى النظام المصرفى الإسلامى :

أشارت صحيفة كريستيان ساينس مونيتور إلى أنه فى وقت تفاقم الأزمة المالية العالمية ، ينظر حالياً إلى البنوك الإسلامية على أنها قاعدة مصرفية آمنة ، وأشارت دراسة أصدرتها " إنترناشونال سيرفيسز - لندن " وهى مؤسسة مستقلة تمثل صناعة الخدمات المالية البريطانية ، تفيد بأن البنوك الإسلامية بشكل عام لن تتضرر من الأزمة الحالية بسبب عدم تعاملها بتوسع مع الأدوات المالية المعقدة التى كانت السبب وراء الأزمة الحالية ، مثل المشتقات والبيع على المكشوف .

ومما يؤكد ذلك نحو قطاع الخدمات المصرفية الإسلامية نمواً سنوياً بمعدل ١٥ % فى عام ٢٠٠٨ ، كما بلغ حجم معاملاته حول العالم حوالى لتريليون دولار ، مع توقعات باستمرار النمو فى أصول الصيرفة الإسلامية كما تزيد الطلب على الموظفين ، فى الوقت الذى تقوم فيه البنوك الغربية بتخفيض عدد الموظفين لديها .

أما على صعيد الأرباح المتحققة ، فقد حققت الكثير من المصارف الإسلامية نمواً فى الأرباح ، فى الوقت الذى تعرضت فيه الكثير من المصارف التقليدية لخسائر فادحة ، وعلى سبيل المثال حققت مجموعة البركة المصرفية إيرادات تشغيلية قيمتها ٥٨٦ مليون دولار عام ٢٠٠٨ ، ونمسا صافى أرباحها بنسبة ٣٧ % ليصل إلى ٢٠١ دولار أمريكى .

مع ذلك لا يمكن تجاهل للتأثيرات غير المباشرة التى من الممكن أن تتعرض لها المصارف الإسلامية نتيجة الأزمة العالمية ، نظراً لأن المصارف الإسلامية تعيش فى عالم يطغى فيها التمويل بالفوائد ولا مفر من أن تتأثر بالعوامل غير المباشرة ولا سيما الكساد وتدننى أسعار الأصول .

الإطار الفكري لازمة الاقتصادية العالمية

(الجذور – التداعيات – الدروس المستخلصة)

أ.د/ أشرف كمال عباس

رئيس بحوث- معهد بحوث الاقتصاد الزراعي- مركز البحوث الزراعية
جمهورية مصر العربية

تمهيد :-

تعتبر الأزمة التي ضربت الاقتصاد العالمي خلال عام ٢٠٠٨ هي أخطر الأزمات التي مر بها العالم منذ أزمة الكساد العالمي الكبير في الثلاثينيات من القرن الماضي سوء من حيث كبر حجم المؤسسات المالية التي أطاحت بها ، أو من حيث عمق الدلالات التي يمكن استخلاصها منها بوصفها أزمة للإطار الفكري للعولمة بكل أطروحاتها خلال العقود الثلاثة المنصرمة والتي سيطرت خلالها توجهات المحافظين الجدد من دعاة السوق الحرة والتحرير الكامل لأسواق المال، وإطلاق أطروحات يتم فرضها على دول العالم الثالث تحت دعوى سياسات الإصلاح والتحرير من خلال حزم من السياسات تمثل وصفاً موحدة تتجاهل خصوصيات الدول .

هدف البحث : أستهدف البحث اختبار مدى قدرة الإطار الفكري لمدرسة المحافظين الجدد على تحقيق الغايات المنشودة اقتصادياً واجتماعياً في ظل الأزمة الاقتصادية العالمية الأخيرة

أقسام البحث :-

- أشتمل البحث بعد التمهيد على عرض للجذور التاريخية لأفكار المحافظين الجدد . ثم نشأة مدرسة المحافظين الجدد - وتم أستعراض أفكار المحافظين الجدد في التطبيق ، ثم تم التعرض للعوامل التي تم افتراض تسببها في فشل الإطار الفكري للمحافظين الجدد في تحقيق الغايات المنشودة اقتصادياً واجتماعياً وتضمنت تلك العوامل الجمود الفكري للمحافظين الجدد ، إغفال الجوانب الاجتماعية في الفكر الاقتصادي وفصل الأخلاق عن المعاملات الاقتصادية والمالية و تحيز أفكار المحافظين الجدد ، واختتم البحث بالخلاصة والمآل

الجذور التاريخية لأفكار المحافظين الجدد :-

إن التاريخ في حد ذاته ليس هو علم الماضي ، إن استقراء التاريخ - خاصة في المجال الاقتصادي- يكشف أن كثيراً من الحقائق التاريخية الاقتصادية لازالت تلقى بظلالها في شتى مجالات الحياة الاقتصادية في كافة أرجاء المعمورة .

" إن الماضي ليس مسألة اهتمام سلبي وإنما هو يشكل بقوة وفعالية ليس الحاضر وحده وإنما المستقبل أيضاً ، وعندما يتعلق الأمر بالفكر الاقتصادي يكون للتاريخ وجوداً واضحاً فلن نستطيع أن نفهم الحاضر إذا ما أهملنا الماضي" (١)

(١) جون كينيث جاليريث ، تاريخ الفكر الاقتصادي :الماضي صورة الحاضر ، عالم المعرفة ، العدد ٢٦١ سبتمبر ٢٠٠٠ ص ٣٣١ .

إن القراءة المتمعة لتاريخ الفكر الإقتصادي وتاريخ النظم الاقتصادية هي التي يمكن أن تجعلنا أكثر استكشافاً للعلاقات الكامنة بين ظواهر اقتصادية في الحاضر الذي نعيشه مع جذور كامنة لها في الماضي .

إن الفكر الإقتصادي كان على الدوام نتاجاً للزمان والمكان المحيط به ، وأي محاولة للفصل بين الفكر الإقتصادي وتلك الظروف تعتبر محاولة تعسفية لأتلقى إلا الفشل السذيع ، إن الفكر الإقتصادي يجب أن يكون معروفاً في إطار من التاريخ والجغرافيا ، وكذلك تكون الاستخلاصات من هذا الفكر فالتعميم في تلك القضية الجوهرية هو أول الأخطاء القاتلة التي يجب تجنبها فما يصلح لزمان معين لا يصلح لزمان آخر ، وما يصلح في مكان معين لا يصلح في مكان آخر .

أفكار التجاريين :

يوجد بين أفكار التجاريين التي سادت أوروبا خلال القرنين السادس عشر والسابع عشر وتوجهات المحافظين الجدد ملحقاً مشتركاً وهو التركيز على الجانب النقدي ، وتعتبر أفكار التجاريين عن مجموعة من السياسات الاقتصادية التي تم الترويج لها لصالح انطلاق الدول القومية الفتية في أوروبا في تلك المرحلة التاريخية ، وذلك قبل نشأة علم الاقتصاد على يد الاقتصاديين الكلاسيك ، ونجد أن أفكار التجاريين كانت في مضمونها تمثل أساساً لسياسات حمائية متشددة لصالح الدول القومية الناشئة ، في حين أن الأساس النظري لأفكار المحافظين الجدد يعتمد على مبادئ ليبرالية ولكنها في التطبيق تتحول إلى مجموعة من السياسات التي كانت تدعمها الدول الكبرى والمنظمات الاقتصادية الدولية والتي تصب في النهاية لمصلحة الدول الكبرى ولكن بشكل غير معلن ، وبالتالي فإنها تصب أيضاً في خانة السياسات الحمائية ، ويتجلى ذلك بوضوح من ازدواجية بل وتعدد المعايير من قبل الدول المتقدمة في التعامل مع القطاعات الاقتصادية المختلفة على الصعيد الاقتصادي الدولي وذلك من خلال التشدد في حماية قطاعات المزارعين لديهم في مواجهة صغار المزارعين في الدول النامية والذين لا يقوون على تحمل تلك المنافسة الضارية وذلك في ظل مقولات مرسلّة عن حرية التجارة ودورها في تحقيق التنمية .

وبالتالي فإن الحمائية تمثل ملحقاً رئيسياً يجمع بين أفكار التجاريين ودعاة العولمة وإن كانت الأفكار الأولى واضحة وصريحة في حين أن الأفكار الأخيرة هي غير معلنة ومستترة في إطار السياسات المطبقة فعلياً على أرض الواقع ، أما الملمح المشترك الآخر بين أفكار التجاريين ودعاة المحافظين الجدد وهو التركيز على الجانب النقدي - مع فارق القياس بالنظر إلى اختلاف الظرف التاريخي - حيث في ذلك العهد لم يكن حتى النظام النقدي نشأ بوضعه الحديث ، إلا أنه كان هناك تركيز على أهمية تكوين الثروة وتراكم الذهب والفضة لتحقيق النمو في عصر التجاريين ، كما تم إعطاء أهمية كبرى للسياسات النقدية من خلال توجهات المحافظين الجدد ، أن هناك درس أساسي يجب أن نستخلصه من أفكار التجاريين في التطبيق وفي نفس الوقت من الأزمة الاقتصادية التي هي نتاج لأفكار المحافظين الجدد في التطبيق إلا وهو أهمية الاقتصاد العيني في مواجهة ما يعرف بالاقتصاد الرمزي حيث أشار جون رالستون سول إلى أن : " الأسباب قد أساءوا فهم دور الذهب والفضة التي كانوا غارقين فيهما والواردة إليهم من أمريكا

اللاتينية فلقد حسبوا أن النقد هو الثروة وبالتالي فهو شكل من أشكال الحقيقة ، ولم يفكروا بالاهتمام بجانب الإنتاج في اقتصادهم ^(١) وإن ذلك يشبه إلى حد بعيد الأوضاع التي أنشأت الأزمة الاقتصادية الأخيرة حيث أصبحت النقود هي الحقيقة في نهاية المطاف ولكن تلك الحقيقة تحولت إلى أوهام بفعل التجارة التخيلية والمشتقات المالية كما أن هناك ملمحاً آخر يجمع بين أفكار التجاريين وتوجهات المحافظين الجدد وهو إعطاء أهمية كبرى للتصدير والتوصية باتباع سياسات تشجعه ، وكان لذلك ما يبرره في عصر التجاريين في إطار فترة تاريخية تلت الكشف للجغرافية مباشرة وبدأ فيها عصر الاستعمار الحديث ، كما أن سياسات تشجيع الصادرات في عهد المحافظين الجدد كانت تعمل في صالح الدول الغربية والتي فقدت جزءاً من تنافسيتها لصالح اليابان والصين والدول الآسيوية الصاعدة ورغم قيامنا بالربط بين أفكار التجاريين وتوجهات المحافظين الجدد فإن بعض المفكرين يرون أن " كثيراً من عناصر السياسة الاقتصادية التي دعا كينز إلى تطبيقها في الثلاثينيات من القرن العشرين لمعالجة الكساد العظيم قريبة جداً من عناصر السياسة الاقتصادية التي دعا إليها التجاريون قبله بنحو خمسة قرون ، فكلاهما يؤكد على المنافع التي تعود على الاقتصاد القومي من زيادة كمية النقد المتداولة ، ومن تشجيع الصادرات ، وكلاهما يعتبر الانفاق على الاستيراد من قبيل التسرب الذي ينقص من الطلب الكلي على منتجات الدولة ومن ثم يحسن تخفيضه ، وكلاهما في نهاية الأمر يريان في تدخل الدولة في الاقتصاد شيئاً مرغوباً فيه بل وضرورياً ^(٢) .

ولقد أدت سياسات المحافظين الجدد إلى التركيز على المتاجرة وعلى كبر حجم المنشآت " وإذا كان للعالم أن يصبح سوقاً كبيرة واحدة لابد للشركات أن تصبح أكبر ما يمكن ، ويمكن على الفور فهم هذه الحقيقة على أنها إحدى مقولات عصر التجارة الميركانتيلية المعادية للسوق الحرة ، وهي تعود بنا إلى الوراء إلى نشاط شركات التجارة الكبرى التي شهدها القرنان السابع عشر والثامن عشر ومنها شركة الهند الشرقية وشركة خليج هدسون ، وشركة الهند الشرقية الهولندية . وهذا يتصل مباشرة بالاطروحات التي كانت تؤيد شركات مصالح وإحتكارات الأقلية ^(٣) .

أفكار الاقتصاديين الكلاسيك :-

إن الأفكار الاقتصادية الكلاسيكية قد ألقت بظلالها على جميع الاتجاهات الفكرية التي تلتها ونهلت تلك المدارس بمختلف مشاربها من روافد الفكر الكلاسيكي بقصد وبدون قصد . وبما أن تلك الورقة البحثية لا تتضمن تلخيصاً لتاريخ الفكر الاقتصادي فنلك يخرج عن نطاق أهدافها وحجمها ، وإنها تركز على مناقشة العوامل التي تم افتراض تسببها في فشل الإطار الفكري لاطروحات وسياسات المحافظين الجدد في تحقيق الغايات المنشودة ، فسيتم تناول الجانب المقارن بين أفكار الاقتصاديين الكلاسيك واطروحات المحافظين الجدد لاحقاً في الجزء المتعلق

(١) جون رالستون سول ، انهيار العولمة وإعادة اختراع العالم ، الدار المصرية اللبنانية ، ٢٠٠٩ .

(٢) جلال أمين ، كشف الاقنعة عن نظريات التنمية الاقتصادية ، كتاب الهلال ، دار الهلال ، فبراير ٢٠٠٢ ص ٨١

(٣) جون رالستون سول ، مرجع سبق ذكره ص ١٤٥ .

بفرضية الجمود الفكري للمحافظين الجدد

غير إنه من المعروف أن الجوانب المشتركة بين أفكار الاقتصاديين الكلاسيك وأفكار المحافظين الجدد تتمثل في مجموعه من الملامح يمكن التعبير عنها في كلمة مشتركة واحدة وهي (الحرية الاقتصادية) ولكن القياس مع الفارق .

الكساد الكبير وأفكار كينز :-

" عندما وقع الكساد الكبير بعد انهيار بورصة الأوراق المالية في أكتوبر ١٩٢٩ كان موقف الاقتصاديين المؤمنين بالتراث الكلاسيكي هو التزام الصمت فقد كان أمراً يتطلب الترقب والانتظار ، وفي فترة رئاسة فرانكلين روزفلت جاءت أخيراً انحرافات جوهرية في الأرثوذكسية الكلاسيكية " (١)

إن أزمة الثلاثينيات تعتبر أول زلزال كبير يتعرض له النظام الرأسمالي ولذلك فإنها تعتبر أول مراجعة جذرية لمرجعيات ذلك النظام وأساسه الفكرية .

" إن الأفكار الاقتصادية تتبع على نطاق واسع أيضاً من الظروف المعاكسة ففي أوقات الحرب والركود سواء من أجل الترشيح أو مكافحة الفقر والحرمان يجد الاقتصاديون أنهم ملزمون بالتفكير ويجدون ما يشجعهم على ذلك أما في الأوقات الطيبة فيكون هناك اتجاه إلى الاسترخاء والاكتفاء بتأكيد الأفكار السائدة " (٢)

اذ دائماً ما تكون مراحل الانتقال مشوبة بتزايد اللاتيقن والاضطراب ووجود زخم من الأفكار، وإن المدرسة الكينزية كانت في المحصلة النهائية إنعكاساً مباشراً لأزمة الكساد الكبير الذي دام الاقتصاد الرأسمالي في الثلاثينات من القرن الماضي ، ويلاحظ أن إتباع وسائل ضمن الإطار الفكري السائد لم يفد في مواجهة مراحل الأزمات أو المشكلات التي واجهت النظام الإقتصادي ، فلقد حدث ذلك في السنوات الأولى للكساد الكبير ، وتفاقم الركود كنتيجة لذلك ، ولقد وقف التراث الأرثوذكسي الكلاسيكي مكتوفاً أمام تداعيات الكساد الكبير ، كما أن التضخم تفاقم في الدول المتقدمة في نهاية السبعينيات ووقفت أفكار الكينزيين فيما بعد مكتوفة الأيدي أمام تلك التداعيات .

إن الأفكار الاقتصادية عند تطبيقها على الأرض الواقع ظلت موضوعاً دائماً للتغير ، و طالما عاشت الحضارات والديانات واللغات والثقافات والأمم على مدار قرون عديدة وعاشت الدول القومية كذلك ، ولكن بالنسبة للنظريات الاقتصادية فإن ربع القرن يعد فترة معقولة ، وفيما يعد نصف القرن فترة غير اعتيادية ، أما ما يتجاوز ذلك فأمر يستدعي الجهر به إعترافاً على رؤوس الأشهاد " . (٣)

ويتضح الارتباك والتشويش الحادث في بداية الأزمات من طبيعة حزم السياسات التي تم إتباعها في بداية الكساد الكبير ، ثم بدأت بعد ذلك إرهابات لسياسات التدخل الحكومي ، ومع

(1) جون كينيث جالبريث ، مرجع سبق ذكره ، ٢١٧ .

(2) المرجع السابق ، ص ٢٨٦ ، ٢٨٧ .

(3) جون رالمستون سول ، مرجع سبق ذكره ص ٣٠ .

مجيء الإدارة الحكومية الجديدة في عام ١٩٣٣ جاء الاقتصاديون الزراعيون إلى واشنطن وتحت إشرافهم وتحت الإدارة الاسمية لمن دعوا طويلاً لإصدار تشريعات خاصة بالقطاع الزراعي ولدت إدارة التصحيح الزراعي وكذلك ولدت سياسة وضع حد أدنى للأسعار أو العائدات التي تحصل عليها المنتجات الزراعية الرئيسية، وقد كتب لهذه السياسة أن تستمر وأن يكون لها مقابل في كل البلدان الصناعية فهذا الفرع من الاقتصاد الذي يساير بأكبر قدر ممكن المثال الكلاسيكي لم يعد متروكاً وفقاً للمبادئ الكلاسيكية^(١)

" على أن القبول الواسع بالتدخل الحكومي في النشاط الاقتصادي قد تجلى بعد انتهاء الحرب العالمية الثانية والتبلي الكاسح للفلسفة الاقتصادية الكينزية "

ولقد شهدت فترة تطبيق الآراء الكينزية ازدهاراً كبيراً للنظام الرأسمالي الغربي على مر عقدين ونصف من الزمن طبقاً لمختلف المؤشرات الاقتصادية ، كما نشأ ما عرف باسم دولة الرفاه في الدول الغربية وتحققت مكاسب اجتماعية ضخمة للطبقة المتوسطة والطبقات العاملة في تلك الدول بما لم يسبق له مثيل من قبل .

نشأة أفكار المحافظين الجدد :-

إننا يجب أن ننظر إلى الازمة الاقتصادية العالمية في إطار الفكر الاقتصادي الذي ترعرعت جنورها في تربته ، وهو أفكار المحافظين الجدد ، انه من غير الممكن تناول الازمة خارج السياق السياسي والاقتصادي والاجتماعي الذي خرجت من اطاره ، ان ذلك الاطار المرجعي الذي انشأ الازمة وولدها هو في مرحلة تغير الان ، اذا ان الانساق المعرفية تكون في حالة تغير دائم ، ويشمل التاريخ الاقتصادي والاجتماعي على نقاط للتحويل تمثل بداية لمنعطفات التغير على مسار ذلك التاريخ ، لم تسكت أصوات المتحدثين باسم التراث الكلاسيكي ففي عام ١٩٤٤ وفي ذروة المجهود الحربي وسياسة التدخل نادى البروفيسور فون هايك بأن نظام الأسعار لن يؤدي دوره الا إذا سادت المنافسة أي عندما يصبح المنتج الفردي ملزماً بالتلاؤم مع التغيرات في الأسعار وغير قادر على التحكم فيها وعاد هو ومساعد البروفيسور ميلتون فريدمان إلى الحديث عن خطر التدخل الحكومي لوقوفه حائلاً دون حرية الاختيار^(٢)

وتلك كانت تمثل إرهابات المدرسة النقدية التي مثلت الرفض الرئيسى لأفكار المحافظين الجدد ، وقد بدأت تلك الإرهابات في أوج انبعاث الأفكار الكينزية وليس بعد ذبولها وتراجعها . ولكن الظروف الموضوعية حينئذ لم تكن مهياة لانطلاق أفكار المدرسة النقدية إبان عهد فون هايك ، في حين كانت تلك الظروف مهياة لذلك بعد عقدين من الزمن وأصبحت أفكار

ميلتون فريد مان ملء السمع والبصر . ولقد برزت تلك الظروف الموضوعية مع أقول فترة الانتعاش التي شهدتها العالم الغربي على مدى عقدين ونصف من الزمن والتي بدأت بعد أن وضعت الحرب العالمية الثانية أوزارها فإنه " سرعان ما دخلت الرأسمالية مشارف السبعينيات في

(1) جون كينيث جالبريث ، مرجع سبق ذكره ، ٢٣١ .

(2) المرجع السابق ص ٢٧٦ ، ٢٧٧ .

أزمة هيكلية حادة ، وسرعان ماتعرضت الثورة الكينزية - التي شكل التدخل الحكومي في النشاط الإقتصادي جوهرها - لثورة مضادة سواء على صعيد الفكر أو على صعيد السياسات الاقتصادية، فعلى صعيد الفكر الاقتصادي تعرضت الكينزية لحصار نظري طاحن من خلال هجمات المدرسة النيو الكلاسيكية التي قاد لوائها ميلتون فريد مان (مدرسة شيكاغو) وأنصار مدرسة اقتصاديات العرض " (١).

" إن مابدا متناسقا من الناحية الاقتصادية في سير نظام الكينزي ثبت أنه غير متناسق من الناحية السياسية ، فالانكماش والبطالة كانا يتطلبان زيادة في النفقات العامة وخفضاً للضرائب وهما إجراءان مقبولان تماماً من الناحية السياسية ،

ومن الناحية الأخرى كان تضخم الأسعار يتطلب تخفيضاً للنفقات الحكومية وزيادة للضرائب هما أمران غير مقبولان سياسياً ، بالإضافة إلى أنه سرعان ماتبين أنه ليس من السهل لهما أحداث أثرهما في مواجهة الشكل الحديث للتضخم " (٢).

ولقد اعتمدت أفكار المحافظين الجدد بشكل رئيسي على تحجيم دور الدولة وأشاروا إلى أن " التضخم يعتبر ظاهرة مستقلة عن ارتفاع الأجور وتعود إلى الإفراط النقدي الذي مارسته الحكومات لتمويل عجز موازناتها العامة ، أما البطالة فترجع في رأيهم إلى زيادة تدخل الدولة في النشاط الاقتصادي والمجالات الاجتماعية ، وكذلك العمل على إعادة توزيع العبء الضريبي من الشرائح العليا إلى الشرائح الدنيا اعتمادا على فكرة الاقتصادي الأمريكي إرثر لافر ، والخصخصة (٣)".

ولكن لعل الجانب الأكثر خطورة هو أن حزم السياسات التي تبنتها الدول الغربية والمنظمات الاقتصادية الدولية تم فرضها قسراً على دول العالم الثالث " ولعل من بين كل الأخطاء الجسيمة التي ارتكبتها صندوق النقد الدولي كانت هي أخطاء تعاقب المراحل والسرعة ، والفشل في أدراك السياق الاجتماعي الأوسع ، مثل فرض التحرير قبل إقامة شبكات الإنقاذ ، وفرض سياسات تؤدي إلى تدمير فرص العمل قبل إقامة العناصر الرئيسية لخلق فرص عمل جديدة ، وفرض الخصخصة قبل أن تكون هناك اطر تنظيمية مناسبة . (٤)"

أفكار المحافظين الجدد في التطبيق

وأذا كنا قد أشرنا الي أن أفكار المحافظين الجدد وجدت رافدها الرئيسي في المدرسة النقدية وأنه كانت لها إرهابات في الفكر الاقتصادي فيما سبق ذلك كثيرا الا أن تبني السياسات وتطبيقها لم يجد طريقه الممهد الا عندما تم ما أسمته نورينا هيرتس : السيطرة الصامتة " والتي

(1) جون كينيث جاليريث ، مرجع سبق ذكره ، ص ٢٩٥

(2) جون كينيث جاليريث ، مرجع سبق ذكره ، ص ٢٩٥

(3) رمزي زكي ، الليبرالية المتوحشة (ملاحظات حول التوجهات الجديدة للرأسمالية المعاصرة) ، مكتبة

الاسرة سلسلة الفكر ، الهيئة المصرية العامة للكتاب ، ص ٨٨

(4) جوزيف ستيجلتز ، ضحايا العولمة ، مكتبة الاسرة ، سلسلة الفكر ، الهيئة المصرية العامة للكتاب

٢٠٠٧ ص ١٠٥ .

تم أحكامها بصعود مارجيرت تاتشر رئيسة وزراء بريطانيا السابقة والتي لقبت بالمرأة الحديدية مع رفيقها رونالد ريجان في الولايات المتحدة الأمريكية وقدم رجال السياسة حل واحد يقوم علي الاقتصاد الحر والثقافة الاستهلاكية وقوة المال والتجارة الحرة ، وتم إيجاد نظام تكون فيه الشركة هي الملك والدولة هي رعيتهما والمستهلكون هم المواطنون انه الغاء صامت للعقد الاجتماعي^(١) فما بالننا بمواطني دول العالم الثالث ووضعهم كمستهلكين لمنتجات مواطني تلك الدول المتقدمة طبقا لتقسيم العمل الدولي الذي أستمّر العمل به ولكن طبقا لشكل مختلف يتناسب مع تغير الظروف.

أن تزايد دور الدولة في اطار النظام الرأسمالي الغربي وفي ظل أفكار المدرسة الكنيزية والذي بلغ مداه وحقق ما حققه من نجاح قد تراجع لانني حد في ظل تطبيق أفكار المحافظيين الجدد وتغيرت قواعد اللعبة " وأصبحت الحكومات مجرد حكام لتلك الالعاب والذين يطبقون قواعد وضعها آخرون ، أن الحكومات التي ناضلت بالامس من أجل الارض أصبحت تناضل الان بشكل عام من أجل مؤشرات السوق ، ولقد أصبحت أحد أهم وظائف تلك الحكومات هي إيجاد بيئة يمكن أن تزدهر فيها تلك الشركات وفي هذه الاثناء يلقي جانباً بالعدالة والإنصاف والحقوق والبيئة^(٢).

ولقد تدهورت الأجور الحقيقية للعاملين بأجر من خلال تطبيق أفكار المحافظيين الجدد " ولقد أمسى العاملين من أبناء الفئة الاجتماعية الواقعة في أدنى السلم الاجتماعي رهائن في قبضة السوق العالمي^(٣) وهذا وضع أشد من نظام الرق التاريخي القديم ولكن بصورة حديثة " ولقد تميز الربع الاخير من القرن العشرين من ناحية بانخفاض في دخول العاملين باجر، وارتفاع نسبة العبء الضريبي عليهم ، ومن ناحية أخرى بارتفاع دخول مديري المشاريع وأصحاب الثروة وانخفاض نسبة العبء الضريبي الذي تتحمله هذه الفئة الاجتماعية ، أن المجتمع الذي يفرط في تحميل سفينة عنصر العمل أعباء لأقدرة لها علي تحملها يجب أن يأخذ في الحسبان احتمال غرق هذه السفينة^(٤). أن حجة الأثر الضار لمزيد من المساواة بين الدخل على التنمية هو موقف تبناه في البداية الاقتصاديون التقليديون . ثم الاقتصاديون المحدثون ، وكتاب التنمية الاقتصادية ، وتبنته أجهزة الأمم المتحدة المعنية بالتنمية وتبناه الاقتصاديون المناصرون لاتجاه المحافظيين الجدد عندما يدافعون عن تخفيض تدخل الدولة في الاقتصاد إلى الحد الأدنى ، وعن بيع القطاع العام ففسروا كل فشل في تحقيق معدل عالي للنمو بتدخل الدولة لصالح الفقراء وكل نجاح للتنمية بضالة دور الدولة^(٥). ولقد أجهض الليبراليون المتطرفون بدعوتهم المتطرفة

(1) نورينا هيرتس ، السيطرة الصامتة ، عالم المعرفة ، العدد ٣٣٦ ، فبراير ٢٠٠٧ . ص ١١

(2) المرجع السابق ص ١٤ .

(3) هورست افهيلد ، اقتصاد يغدق فقرا ، عالم المعرفة ، العدد ٣٣٥ ، يناير ٢٠٠٧ . ص ٥٣

(4) المرجع السابق ص ٦٠ .

(5) جلال أمين فلسفة علم الاقتصاد ، بحث في تحيزات الاقتصاديين وفي الاساس غير العلمية لعلم

الاقتصاد ، دار الشروق ، ٢٠٠٩ ، ص ١٩٣

للحرية الاقتصادية وأنكارهم دور الدولة في ضبط آليات النظام الرأسمالي كل تقدم حققته النظرية الاقتصادية علي يد جون ماينارد كينز^(١).

ان التطبيق يظل هو المحك الرئيسى لاختبار النظريات والافكار الاقتصادية ، وبقدر ما يتسع نطاق ذلك التطبيق زمانا ومكانا كلما كانت درجة المصادقية والوثوق فى نتائج اختبار النظريات والافكار الاقتصادية على الارض الواقع سلبيا وإيجابياً ، اما من حيث النطاق الزمني فلقد استمرت افكار المحافظين الجدد فى الساحة العملية منذ حوالى عقدي ونصف من الزمن يؤرخ لها عادة ببداية الحقبة التاشيرية والريجانية ، وفى عصر تلك العولمة فان هذه الفترة الزمنية لا تعد بالقصيرة فى ظل ما طرأ فيها من متغيرات عميقة و متلاحقة تلهث الانفاس فى تتبعها ، واما من حيث النطاق الجغرافى فان افكار المحافظين الجدد انتشرت فى كل اجزاء المعمورة وفى جميع الاتجاهات ، ومع اختلاف مستويات التقدم ، وبدأ زحفها من النطاق الانجلو امريكى ليشمل الغرب كله ، واكتسح المد الدول التى عرفت بانها فى مرحلة التحول وهى دول الاتحاد السوفيتى السابق والكتلة الشرقية التى انفرط عقدها والتى عانت اشد الاثار السلبية ايلاما كنتيجة لهذا التحول غير المدروس طبقا لشهادة اساطين الفكر الغربى انفسهم ، اما الدول النامية والاقبل نموا فانه تم فرض التجربة عليها قسرا من خلال المنظمات الاقتصادية الدولية التى تبنت هذا الفكر بتشدد واستخدمت فى هذا السبيل اكثر من عصا وجزرة ، وتم تجريع تلك الدول الدواء المر طبقا للوصفة الموضوعة الشهيرة بتوافق واشنطن حتى ان ادت الوصفة الى وفاة المريض . ولكن تعتبر الازمة الاقتصادية العالمية الاخيرة التى ضربت الاقتصاد العالمى لعدة اشهر هى بمثابة قمة الفشل لافكار المحافظين الجدد و سياساتهم ، ورغم وجود مؤشرات عامة للتعافى من الازمة الا ان هناك توابع لها ، كما انها اثارت اكثر المناقشات جدلا حول افكار المحافظين الجدد وسياساتهم وما ادت اليه من نتائج وخيمة لا يتسع نطاق الورقة البحثية لاستعراضها .

عوامل فشل الإطار الفكرى للمحافظين الجدد

افترضت الورقة ان بعض العوامل قد ادت الى فشل الإطار الفكرى للمحافظين الجدد فى الواقع التطبيقى وهى كما يلى :

أولا : الجمود الفكرى للمحافظين الجدد

لقد ظل المحافظين الجدد علي جمودهم الفكرى وتشددهم الإيديولوجي عندما ارجعوا أزمة الكساد الكبير في الثلاثينيات إلى حجج واهية مثل تدخل الدولة " وقالت سوزان استرانج أن دعاة التجارة الحرة اختلقوا عمداً الخرافة القائلة بأن فرط الحماية قد سبب الكساد الكبير"^(٢) وقد يكون أحد أهم أسباب التطرف الشديد الذي لازم أفكار المحافظين الجدد أن تلك المدرسة نشأت مباشرة عقب أشد المدارس الرأسمالية تأييد للتدخل الحكومى فى النشاط الاقتصادى إلا وهى المدرسة الكينزية والتي سادت تعاليمها وسياساتها الاقتصادية المطبقة فى العالم المتقدم

(1) رمزي زكي ، مرجع سبق ذكره ص ٢٤ .

(2) جون رالستون سول، مرجع سبق ذكره . ص ٩٤-٩٥ .

حوالي عقدين ونصف من الزمن حققت خلالها الرأسمالية إنجازات مادية واجتماعية ضخمة وأنشأت ما عرف باسم دولة الرفاة .

" إنه من الخطأ عدم الاعتراف بالدور السياسي لعلم الاقتصاد في مجال العلاقة بين مؤسسة الأعمال والدولة ، فلن يكون في الوسع فهم استمرار بقاء النظرية الكلاسيكية على قيد الحياة إلا عند رؤية أن المعتقدات الكلاسيكية تحمي استقلال دوائر الأعمال ودخلها وتساعد على حجب السلطة الاقتصادية التي تمارسها المنشأة الحديثة على أنه أمر مفروغ منه ، وذلك بالقول بأن السلطة كلها إنما هي موكل للسوق " (١).

إن آدم سميث رائد الاقتصاديين الكلاسيك وصاحب فكرة اليد الخفية ، كان أكثر إدراكاً لمثالب السوق ونواقصه عن المحافظين الجدد، إن ذلك المفكر لم يطلق أفكاره دعه يعمل دعه يمر لتبرير سلوك المستفيدين من العولمة المالية الضارية في بداية القرن الحادي والعشرين والتي ارتكزت على أفكار المحافظين الجدد ، والتي تختلف في مضمونها عن أفكاره .

ويلفت النظر الهجوم الذي شنه سميث على الشركات المساهمة في عصر التجاريين وما عرف وقتها بالمشروعات الخيالية والشركات الوهمية ، " إن المسؤولين التنفيذيين في الشركات المساهمة والمتحدثين باسمهم اليوم والذين يستشهدون بأدم سميث باعتباره مصدر كل إجازة وصدق دون أن يكلفوا أنفسهم عناء قراءته قد يصابوا بالدهشة إذا علموا أنه لم يكن يسمح لشركاتهم بالوجود" (٢) ولقد قال سميث بشأن المديرين الذين يديرون منشآت كبيرة لصالح الآخرين: " أنهم لكونهم مدراء لأموال أناس آخرين بدلاً من أموالهم الخاصة لا يمكن أن يتوقع منهم أن يسهروا على حمايتها باليقظة القلقة نفسها التي يسهر بها عادة الشركاء في شركة خاصة على حماية أموالهم ، ولذلك فإن الإهمال والاسراف لابد أن يسودا بدرجة أو بأخرى في إدارة شئون مثل هذه الشركة ، " (٣)

وتتطبق هذه المقولة التي تم إطلاقها مما يزيد عن القرنين من الزمن إلى حد كبير على أوضاع مديري المصارف الكبيرة وصناديق التحوط الذين يتقاضون رواتب ومكافآت ضخمة ، وإليهم يرجع جزء كبير من الأداء السلبي الذي أدى إلى الأزمة الاقتصادية العالمية الأخيرة في عام ٢٠٠٨ ، إن أوضاع المتشدين بأفكار الاقتصاديين الكلاسيك توضح أن : " الأمر أصبح مرادفاً لاقتباس بعض عبارات آدم سميث دعماً لتلك النوعية من الاتجاهات المدفوعة بمنطق المصلحة دون أن يكون سميث في واقع الأمر مؤمناً بها ، فكيف لك أن توقعهم عن الإساءة إلى المفكر المسكين " (٤).

ولقد كان آدم سميث أكثر إدراكاً لأهمية دور الدولة عن المحافظين الجدد " حيث أن الدولة كانت لدية هي العنصر الرئيسي لنجاح اقتصاد السوق ، وعلم الاقتصاد السياسي عنده هو فرع

(1) جون كينيث جالبريث ، مرجع سبق ذكره . ص ٣٣٥ .

(2) حازم البيلوي ، جريدة الأهرام ، ٢٤ مايو ٢٠٠٩ ، ص ١٠ .

(3) جون كينيث جالبريث ص ٨٥ .

(4) جون رالستون سول ، مرجع سبق ذكره ، ص ٩٤ ص ٩٥ .

من علوم رجل الدولة أو المشرع ، ومن هنا نجد بوجه خطابه في مؤلفاته إلى رجال الحكم وصناع السياسة ، سواء في كتابه عن ثروة الأمم " وكذلك في نظرية الشعور الأخلاقي " أو دروسه عن القضاء " ولعله ليس من قبل المصادفة البحتة ان يكون رائد علم الاقتصاد الكلاسيكي واول المنادين بحرية الاقتصادية هو بالاساس استاذاً للفلسفة الاخلاقية ، والتي تم التغاضي عنها كثيراً في المعاملات المالية والاقتصادية السائدة في عهد الليبراليين الجدد ، وقد كانت رؤية سميث تقطع بأن العامل الرئيسي لنجاح اقتصاد السوق وهو وجود دولة قوية قادرة على وضع قواعد السوق ورقابتها والإشراف عليها والتدخل عند الضرورة لمنع الانحرافات وكان سميث يرى أن الحرية الكاملة وهم لا وجود له " في حين أن توجهات المحافظين الجدد تعمل على إطلاق حرية السوق بلا حدود ، خاصة أسواق المال بكل مبتكراتها ومشتقاتها الخيالية " إن آدم سميث شأنه شأن معظم الاقتصاديين التقليديين لم يكن واهماً أو غافلاً عن مشاكل اقتصاد السوق ، ولم يكن مؤمناً أن هذا الاقتصاد جنة بلا مشاكل ، ولكنه أدرك أيضاً ان السوق هي عنصر رئيسي في زيادة الكفاءة على أن يقوم بإستكمال ما تفشل فيه السوق خاصة من حيث توفير السلع العامة مثل التعليم والدفاع والبنية الأساسية والمشروعات الاستراتيجية . لقد جاء آدم سميث داعياً للحرية الاقتصادية ولكنه طالب بالحرية المسؤولة تحت إشراف ورقابة دولة قوية وعاقلة ،

فإقتصاد السوق ليس نموذجاً مثالياً أو كاملاً ولا هو عقيدة دينية أو مذهبية لها كتاب مقدس وتعاليم ثابتة فضلاً عن كهنة يحافظون على طهارتها ، وإنما إقتصاد السوق هو ظاهرة اجتماعية نشأت نتيجة إحتياجات المجتمع ، ويحتاج الى المراجعة والتعديل وهذا هو ما أدركه آدم سميث ^(١) ولكن المحافظون الجدد ودعاة العولمة بلا حدود لم يدركوا تلك الحقيقة وكانوا أكثر جموداً من كل التيارات الفكرية وادعوا بوجود وصفة سحرية تصلح لكل زمان ومكان ولا يابئها الباطل من أمامها أو من خلفها .

ولقد كان رأي آدم سميث فيما يتعلق بالضرائب أكثر تقدماً من آراء المحافظين الجدد الذين يؤيدون بشدة نقل العبء الضريبي من فئات الدخل العليا الى فئات الدخل الأدنى من خلال الحجة الواهية و المستهلكة بتشجيع الاستثمار والذي بشرونا بأن ثماره سوف تتساقط على الجميع أغنياء وفقراء بدون تفرقة ، حيث قال سميث فيما يتعلق بالضرائب " أن رعاية كل دولة يجب أن يسهموا في دعم الحكومة بنسبة أماكنات كل منهم أي بالنسبة للدخل الذي يتمتع به كل منهم في ظل حماية الدولة ^(٢) " .

أن المقارنة بين أفكار آدم سميث وأفكار المحافظين الجدد - مع فارق الظرف التاريخي - توضح مدى تقدم أفكار سميث عن توجهاتهم ، فإن أفكار سميث تضمنت أساساً نظرياً لتفسير قيام التجارة الدولية طبقاً للمزايا المطلقة ، وتصوراً لتقسيم العمل الدولي ، واهم من ذلك أن أفكاره

(1) حازم الببلاوي جريدة الاهرام ، ٢٤ مايو ٢٠٠٩ ، ص ١٠

(2) جون كينيث جاليريث مرجع سبق ذكره ص ٨٦ .

كانت تحمل بذوراً للفكر التنموي من وجه نظره قبل أن تظهر اقتصاديات التنمية كفرع مستقل من الدراسات الاقتصادية بحوالى قرنين من الزمن " فطبقاً لنظرية سميث فإن توظيف الموارد الإضافية سوف يؤدي إلى إمكانية الحصول على المزيد من السلع والخدمات المستوردة من خلال ما يتحقق من زيادة في متحصلات النقد الأجنبي " (وتقدم نظرية سميث تفسيراً لكيفية قيام التجارة في الدولة كدافع لتحقيق النمو على أساس إن أوسع نطاق السوق الذي يؤدي إلى تقسيم العمل يؤدي بدوره إلى زيادة الإنتاجية في الدولة وذلك للاستفادة من وفورات السعة وتشجيع الابتكارات التكنولوجية التي تؤدي بدورها إلى التحسن المستمر في إنتاجية عنصر العمل^(١)

أن دعاة العولمة والمحافظين الجدد في إطار التوجه نحو فصل الملكية عن مواقع الإنتاج قد نسوا أن كانوا قد أدركوا أصلاً الافتراضات الأوسع نطاقاً بشأن الأسواق الحرة ، تلك أمور محورية بالنسبة آدم سميث وأفكار دعاة التجارة الحرة في القرن التاسع عشر ، ولقد افترض سميث ودعاة التجارة الحرة قيام وحدة فيما بين أشكال الملكية ، وموقع الإنتاج ، ومقر الشركة ، أن نظريات القرن التاسع عشر افترضت أن التجارة الحرة والأسواق الحرة للاقتصاد بين الزراعيين ، المؤتمر الخامس للاقتصاد بين الزراعيين، مارس ١٩٩٧ .

من شأنهما خلق فرص العمل والمساهمة في حصيلة الضرائب وتحسين الهيكل الأساسي الاجتماعي لها في إطار المجتمع ككل^(٢) وفي مقابل ذلك " فإن دور الشركات عبر الوطنية حالياً لا يتصل إلا بأسباب واهية بالشركات العالمية المفتوحة في إطار أعراف التجارة الحرة بقدر ما يتصل بالجانب المظلم من النزعة التجارية المادية للقرنين السابع عشر والثامن عشر^(٣) .

إن ما أطلق عليه افتراء تطوراً ، وقدرة للمشروعات على الانتقال الجغرافي السريع بين مختلف الدول سعياً وراء خفض تكلفة العمل ولهاثاً وراء التهرب الضريبي سواء الصريح في الواحات الضريبية أو المستتر في الدول التي تقدم تسهيلات ضريبية هو أحد أهم مظاهر فشل سياسات المحافظين الجدد في التطبيق عن أفكار الاقتصاديين الكلاسيك ففي حالة هذه المشروعات المتنقلة فإن المجتمعات الوطنية الأصلية قد لا تستفيد شيئاً يعتد به ، وتصب الفوائض لدى الشركة الأم .

ولقد كان ديفيد ريكادو ثاني الاقتصاديين الكلاسيك الرواد متقدماً بخطوات حيث " قام بربط نظرية الأزيمة بنظرية التوزيع في النظام الرأسمالي^(٤) وأبدى اهتماماً واضحاً بقضية التوزيع ، إلا أن عبقريته تتجلى في نظرية المزايا النسبية كأساس لقيام التجارة الخارجية والتي ظلت تحكم الفكر الاقتصادي في هذا المجال لحقبة طويلة من الزمن وذلك مع كل التعديلات والتغيرات التي تعرضت لها وظلت على تماسكها لفترة طويلة ، أما نظرية المزايا التنافسية فأنها نشأت أساساً في

(١) محمد زكي جمعة ، الصنادرات الزراعية المصرية في ظل سياسة التحرر الاقتصادي ، الجمعية المصرية

(٢) جون رالستون سول مرجع سبق ذكره ص ٢١٣-٢١٤

(٣) المرجع السابق ص ٢١٦ .

(٤) رمزي زكي مرجع سبق ذكره ص ٥٨ .

كنف علم إدارة الأعمال وفي أطار متوافق مع معطيات العولمة المحمومة من خلال تشجيع التوجه نحو أعطاء أهمية كبيرة لعنصر الإدارة بالشركات وتشجيع اتجاهات الدمج والاستحواذ وتكوين كيانات كبيرة تحت مظله ما يعرف بالتنافسية ومع ما أدى إليه ذلك من زيادة الوزن النسبي لفئة المديرين في عالم المال والأعمال مع عوامل أخرى إلى زيادة التأزم في النظام المالي في الدول الغربية ومما أدى إلى الازمة المالية الأخيرة .

وفي عهد المحافظين الجدد أصبحت النقود أصلاً اقتصادياً في حد ذاته " ولقد سبق أن كتب ديفيد هيوم في القرن الثامن عشر قائلاً أن النقود لأتمثل على الإطلاق سبلاً للتجارة انها مجرد زيت التشحيم الذي يجعل تروس التجارة أكثر نعومه ويسراً ، والمشكلة أن الحقيقة لم تعد تجد من ينصفها بعد أن صرف القوم أبصارهم عن كل من آدم سميث وديفيد هيوم ^(١) وذلك لانهم قوم لا يقرأون ، وأن قرأوا لا يفهمون الا ما يريدون فهمه بما يتوافق مع مصالحهم . وفي حقيقة الأمر فإنه لم تكن آراء الكلاسيك هي فقط التي تعتبر أكثر تقدماً من آراء المحافظين الجدد ولكن كان هناك اقتصاديين كثيرين لا ينتمون إلى المدرسة الكلاسيكية ولا يعتنقون الأفكار الاشتراكية ولكن كانت لهم آراء أصلحية متقدمة للنظام الرأسمالي ومنهم - على سبيل المثال - كالدور والذي شارك في إعداد تقرير بيفرديج والذي يعتبر أحد الروافد لنظرية دولة الرفاه "والذي كان مخططاً راعياً لدولة الرفاهية البريطانية في فترة ما بعد الحرب ^(٢) كما كان لا ينف عن الدعوة إلى سياسة الضريبة التصاعدية ، ومن حيث السياسة الضريبية يلفت النظر أفكار هنري جورج الذي لفت نظره الزيادة الكبيرة في قيمة الأرض في الغرب الأمريكي الذي صاحب المضاربات كنتيجة لإنشاء السكك الحديدية ومن هنا جاءت فكرته عن الضريبة الواحدة ^(٣) ، ويلاحظ ارتباط تلك الأفكار المتحررة المبكرة بالتوجهات التي تناهض النمو الذي يعتمد على النشاط الربعي خاصاً في المجال العقاري وضرورة فرض ضرائب بنسب لا يستهان بها على التصرفات العقارية وذلك مع وجود ملمح لا تخطئه العين في ذلك القطاع العقاري الذي أنطلقت منه شرارة الأزمة الأخيرة وكذلك دور المضاربة في هذا القطاع في تثبيط النمو الحقيقي الذي يتصف بالاستدامة في القطاع العيني مما يؤدي إلى إنتاج الفقاقيع والبالونات المعدة سلفاً للانفجار ، ونلاحظ هنا أهمية الاتجاهات التي نادت بإصلاح النظام الرأسمالي خاصة تلك التي تعتمد على تمويل التنمية من خلال تعبئة الموارد الذاتية .

ثانياً : إغفال الجوانب الاجتماعية في الفكر الاقتصادي

لقد أغفل المحافظون الجدد - كغيرهم من بعض المدارس الاقتصادية - الجوانب الاجتماعية في علم الاقتصاد الذي هو علم اجتماعي بالأساس ، بل الأبعد من ذلك انهم اغفلوا الجوانب الاقتصادية للعلم وتم التركيز بشكل مبالغ فيه على الجوانب النقدية ، حيث تضخم القطاع المالي على مستوى العالم بشكل غير مسبوق وأصبح كالبالونة الجاهزة للانفجار في أي وقت وحينئذ

(1) جون رالستون سول مرجع سبق ذكره ص ١٤١

(2) جون كينيث جالبريت ، مرجع سبق ذكره ص ٢١١

(3) المرجع السابق ص ٦٧ .

تحديث الازمة المالية الطاحنه .

أن اغفال العديد من الجوانب الاجتماعية في علم الاقتصاد في إطار النماذج الاقتصادية الكمية المختلفة علي الرغم من كون علم الاقتصاد هو علم اجتماعي بالضرورة أدبي كثير من الإخفاقات النظرية لعلم الاقتصاد في تفسير الظواهر الاقتصادية ولقد كان ذلك الإخفاق مدوياً مع أفكار المحافظين الجدد ، وفي ظل الآثار السلبية التي ترتبت علي تطبيق النموذج الانجلو أمريكي المبني علي الافكار الاقتصادية للمحافظيين الجدد .

أن الجوانب الاجتماعية لعلم الاقتصاد ينشأ أحد أبعادها من أنه بالاساس علم اختيار بين بدائل عديدة في ظل بعض المحددات ومما لا شك فيه فإن هذه للخيارات يحكمها العديد من العوامل بعضها موضوعي وبعضها ذاتي وترتبط تلك للخيارات إلى حد بعيد بالسلوك البشري ، ويلفت للنظر أن كثير من المشكلات التي تواجه مسار التنمية كان يتم تفسيرها غالباً في الإطار الفني المتعلق بالجوانب الاقتصادية خاصة المالية والنقدية منها ثم بنظره فاحصة وعميقة ينتقل الاقتصاديون إلى الجانب المؤسسي ويركزون علي أن كل العقبات والمثالب التي تواجه الاقتصاد تعود الي ذلك الجانب المؤسسي ، ولكن في حقيقة الامر فإن نظرة أكثر عمقاً سوف تجد أن هذا الاطار المؤسسي غير كافي والمشكلة الحقيقية التي يواجهها ترجع فضلاً عن العوامل الخارجية الاخرى المحددة الي الجانب الاجتماعي بما يشتمل عليه من أنساق قيمية ، أن الإخفاق الحقيقي الذي يواجه مختلف مدارس الفكر الاقتصادي تكون ذات صلة وثيقة بعلوم أخرى اجتماعية لها تأثير علي ذلك الفكر الذي هو اجتماعي بالاساس، ويستأثر علم الاجتماع بجانب كبير من تلك العلاقة المشار إليها .

" ولقد ظهر دفاع عن الفكر الكلاسيكي خارج التيار الرئيسي للفكر الاقتصادي وهو أسهام علم الاجتماع وذلك من خلال أفكار العالم الاجتماعي هربرت سبنسر والذي رأى أن الفقراء ممن لم يتحملوا مشاق الحياة هم ضعاف البنية والذين كان موتهم هو الوسيلة التي أتخذتها الطبيعة لتحسين النوع ، فلن يعيش في نهاية المطاف غير من يتقدمون بالفعل وهؤلاء لابد أن يكونوا خيار جيلهم ، ولا يسع الإنسان إلا أن يعجب الطريقة الشاملة التي أسهم بها سبنسر وتلك المدرسة الداروينية الاجتماعية في الدفاع عن النظام ، لقد كانت آراء سبنسر قوة رئيسية في أيامها وبخاصة في الولايات المتحدة الأمريكية" (١).

" وفي العقود المبكرة من القرن العشرين أخذت الداروينية الاجتماعية في الأفول ولكنها لم تختفي ومازال في الوسع أن نجد بعض أثارها اليوم في الفكرة القائلة بأن المعونة التي تقدم للفقراء إنما تديمهم في فقرهم ، كما أن صوت هربرت سبنسر يسمع في المقاومة الشديدة لقيام الدولة بدورها في حماية الضعفاء بوجه عام ، ولقد قدر سبنسر بأن وظيفة الليبرالية في الماضي كانت أن تضع حداً لسلطان الملوك ، ولكن وظيفة الليبرالية الحقيقية في المستقبل أن تضع حداً لسلطان المجالس النيابية ، وإذا أخذنا بعين الاعتبار ما طرأ على كلمة الليبرالية من تغيير في الولايات المتحدة الأمريكية فأننا نجد أن الفكرة نفسها وجدت تغيراً كاملاً بعد ذلك بمائه عام علي

(1) جون كينيث جالبريت ، مرجع سبق ذكره ص ١٣٧ ، ١٣٨

يد الأستاذ ميلتون فريد مان^(١)

ويلفت النظر قسوة هذا التبرير للنظام الكلاسيكي والذي مازال صداة يتردد في الخلفية حتى الآن ، ومن المثير للانتباه أن هذا الدفاع يبرر الآن لأحد أعني المدراس المتطرفة في الفكر الاقتصادي ، وأن رؤيتنا لمثالب أفكار المحافظين الجدد والتي أدت لما وصلت إليه الأوضاع الاقتصادية في العالم على أعتاب القرن الحادي والعشرين تركز على الجوانب الاجتماعية لعلم الاقتصاد والتي تم تجاهلها كثيراً فيما سبق .

كما كان هناك دفاع آخر عن التراث الكلاسيكي ولكن على الطرف النقيض فإنه يركز على القضاء على علم الاقتصاد بوصفه علماً اجتماعياً وجعله يركز فقط على الجوانب الرياضية والعلاقات الصماء ، وبذلك يتم تفريغه من أي مضامين اجتماعية ولقد تغلغلت تلك المدرسة بدرجة كبيرة ولها كثيراً من الأتباع حتى الآن ، أي أننا نستطيع أن نقول أن جذور الدفاع المبرر وامتداداته الحديثة الأكثر تطرفاً منه كان لها رافدين رئيسيين أحدهما كان يركز على علم الاجتماع من خلال الداروينية الاجتماعية والآخر كان يركز على العلاقات الرياضية المجردة .

" أن ربط موضوعات الاقتصاد بالنموذج الكلاسيكي يمكن أن يوصف بأنه عبارة عن المهرب التقني من الواقع ، والافتراض المحوري في الاقتصاد الكلاسيكي وهو المنافسة الخالصة في السوق والتي تمتد من أسعار المنتجات حتى تسعير عوامل الإنتاج يتلأم بصورة تدعوا إلى الإعجاب مع التعديلات الفنية أو الرياضية وهذا بدوره لا يجرى اختبار به بتخيله للعالم الواقعي ، بل بمنطقة الداخلي وبالمقدرة النظرية والرياضية التي تخضع بالتحليل ، ولكن واقع الحياة الاقتصادية لا يتلأم مع أشكال التكرار الرياضي .

وعلى الرغم من التطور الكبير الذي حدث في مجال التحليل الاقتصادي الكمي ودوره في تطوير علم الاقتصاد في القيام بالقياس والتنبؤ بمختلف الظواهر الاقتصادية إلا أن طغيان التحليلات الاقتصادية المادية واستخدام المعادلات الصماء والأساليب الرياضية أدت إلى أن تلك الأساليب أما أن تغفل السلوك الإنساني وما يؤثر عليه من عوامل متعددة ليس أقلها شأننا القيم والمعتقدات والدوافع وحتى لو لم تغفل وحاولت أدماجه في تلك النماذج فإنها لا تستطيع التعامل مع المتغيرات المعبرة عن سلوكه بشكل كفاء أن علم الإحصاء هو علم مبنى على دراسة الأخطاء والانحرافات في سلوك النماذج الإحصائية المختلفة عما هو مفترض أن يكون ، ويمثل ما يعرف بحد الخطأ أو التشويش جانباً أساسياً في دراسة علم الإحصاء والاقتصاد القياسي ، والخطأ هو جزء أساسي في تكوين الإنسان سواء كان بمفهومه الصريح الذي يشتمل على السلوك الإنساني غير السوي الذي قد يصل إلى حد الانحراف ، أو الخطأ بمعناه الضمني والذي يشتمل في أحد أبعاده على عدم القدرة على التنبؤ بالسلوك الإنساني بدرجة مقبولة من الدقة .

ثالثاً : فصل الأخلاق عن المعاملات الاقتصادية

لقد تعرضت إرهابات المفكرين الإغريق في فترة ما قبل الميلاد وقبل نشأة علم الاقتصاد

(1) المرجع السابق ١٣٩

لكثير من الجوانب الأخلاقية والتي كانت ترتبط بشكل رئيسي بالمعاملات النقدية " ولقد أشار أفلاطون إلى أن المشكل السياسي هو بالأساس مشكل أخلاقي وأن السياسة لا يمكن أن تكون أخلاقية أن هي قامت على الكذب والخداع " (١)

ولقد ادرك أرسطو منذ أمد بعيد دور النقود في أحداث التبادل ولكن في سياق آخر وذلك حين قال " أن أسوأ شيء في كسب النقود وابعضه هو الربا لأن النقود قصد بها أن تستعمل في التبادل لا أن تزداد عن طريق الفائدة " (٢) وتكمن في تلك التوجهات الأخلاقية المناهضة للربا البدايات الأولى لتاريخ الفكر في العصور القديمة والعصور الوسطى وقبل أن ينشأ الاقتصاد أصلاً كعلم ، وبالتالي فإنه لم يكن هناك ما يعرف بالاقتصاد المالي أو النقدي كما أنه لم تكن هناك حركة لرؤوس الاموال بالطبع ولقد أشار أرسطو إلى أن " بعض الناس يحولون كل سعيه أو فن إلى وسيلة للحصول على النقود ولذلك يتصورون انه الغاية ومن أجل تحقيق الغاية يجب تسخير كل شيء " (٣)

ولقد أضاف جاليريث إلى هذه الفقرة المنقولة عن أرسطو " وأبلغ مثال حديث علي صدق أقوال أرسطو هو بلا ريب سمسار الصفقات المالية الشاب الذي يخضع كل جهد للعائد المالي ويقيس كل انجاز شخصي بنتيجة المالية وربما كانت كلمات أرسطو مازالت تقرأ في وول ستريت " وإن ممارسات اساطين العولمة المالية من القيادات الشابة لصناديق التحوط والتي ساهمت في أحداث الأزمة المالية الأخيرة هي جزء رئيسي من تلك الممارسات الضررة أن أفكار أرسطو عن الاشكال المشروعة وغير المشروعة لكسب النقود مازال هامة حتى الان فالمجتمع يحتاج دائماً الى تحديد ماهو المشروع وغير المشروع في المعاملات الاقتصادية وخاصة في المعاملات المالية فما بالنا بالمشتقات وتجارة الديون وغيرها من الاشكال التي كانت العوامل المباشرة والسريعة لاندلاع الأزمة العالمية الأخيرة .

وكان هناك دائماً دفاعاً عن توجه فصل الاقتصاد عن الجوانب الأخلاقية حيث " قال ناسو سنيور " في النصف الاول من القرن التاسع عشر

أن الملاحاة هي شيء منفصل عن الفلك وأن رجال الفلك لا يجب ان يتقدموا بنصائحهم بشأن السفن وكذلك بالنسبة لعلم الاقتصاد السياسي وذلك علي أساس أنه مادام الاقتصاد يدعي أن علم فلا بد ان يبتعد عن مسائل العدل والظلم وما ينشأ عن النظام من مشقة أو ألم فواجب المشتغل بعلم الاقتصاد أن ينأى بنفسه بعيداً وان يختزل الامور الي معادلات رياضية كلما أمكن ولكن لا يجوز أن يصدر أحكاماً أخلاقية " (٤) وأن الأزمة الاقتصادية الأخيرة سوف ينتج عنها في الجانب الفكري مراجعة دعوية تربط بين علم الاقتصاد والاخلاق ، وذلك في ظل ان البذور

(1) محمد المصباحي ، هل يمكن الكلام عن الحق في الكذب في المجال السياسي ، مجلة عالم الفكر ، المجلد ٣٩ ، العدد ١ ، يوليو - سبتمبر ٢٠٠٩ .

(2) جون كينيث جاليريث مرجع سبق ذكره ص ٢٦

(3) المرجع السابق ص ٢٨ .

(4) جون كينيث جاليريث ، مرجع سبق ذكره ص ١٤٠

الكامنة التي أشعلت الأزمة وكانت مسببات مباشرة لها تتمثل في ممارسات المؤسسات النقدية في الدول الغربية التي لا تتفق مع الاخلاق من قريب أو بعيد سواء علي مستوى الاخلاق العامة او اخلاق مهنة المال نفسها ، ومما زاد من تفاقم ذلك أنه تم في ظل تراجع الدور الرقابي المالي المتعارف عليه مع تغول دور المديرين في ظل سياسات المحافظيين الجدد ، و في ظل العبارات التي تم اطلاقها بدون اى سقف عن الحرية المذعومة ولقد كان علماء المدارس المستنيرة للفلسفة والاخلاق علي ادراك لهذه الحقيقة خاصة مدرسة اخلاق العناية حيث أشاروا إلي " أن نتائج توسيع الأسواق غالبا ما تكون مؤذية ، وأن ازدياد تسوق المجتمع يجلب الركود لمستوي المعيشة لأكثر الناس ويحدث زلزله في نسيج المجتمع لا يمكن للأثرياء تجنبها ويكونوا هم الرابحين بتجنب أمراضه بواسطة دفع المال ولكن الركود في رواتب غير الرابحين ماليا هو شيء مؤذى وعلى المستوى العالمي فإن التفاوت بين الرابحين والخاسرين يتعاظم بقدر أكبر" (١)

بل أن بعض علماء الفلسفة والاخلاق ربطوا الجوانب الاخلاقية بالازمات المالية نفسها حيث أشار توملينسون إلي " الشعور بعدم الامان الذي يخالج من يتعرضون لاثار الازمات الدورية التي تتعرض لها اسواق الاوراق المالية أو العملات الدولية في الايام السوداء خاصة من حيث أثارها علي وظائفهم او علي أقساط الرهن العقاري . التي يدفعونها أو علي منخراتهم

وسيكون أولئك أقل ثقة في قدرة حكوماتهم الوطنية في السيطرة علي الاحداث وسيوسع العالم الظاهري للفرد ، ويمثل هذا جانبا واحدا مما قد يكتنف اللاتوطين فالافق المتزايد للملاممة في التجربة الروتينية لايقوم بزالة الوعي الثقافي العام فقط ولكن يغير بشكل حاسم ايضا عمليات تخطيط الحياة الفردية في اطار ذاتي ، وبطبيعة الحال فان مثل هذه المؤثرات لن تكون متساوية في اثارها فالحروب البعيدة قد لا يكون لها التأثير المباشر نفسه علي التجربة الدنيوية مثل الازمات الاقتصادية" (٢) ويلفت النظر في هذا السياق الادراك

المبكر للباحث لدور اقساط الرهن العقاري في احداث الازمات ولن نستطيع في هذا الاطار عرض ازواجية بل وتعدد المعايير التي أوجبتها أفكار المحافظين الجدد سواء بين الدول الغربية المتقدمة ودول العالم الثالث أو بين عائد العمل وعائد رأس المال أو الإدارة وكذلك النفاق الاخلاقي وتجاهل المبادئ لتحقيق المصالح الضيقة ، إن الأزمة المعولمة الجديدة تكتسب طابعها ليس من تناقضات في النظام الرأسمالي ذاته وإنما من تزايد النزعة الفردية المفرطة علي جميع المستوي الغربية المتقدمة ودول العالم الثالث أو بين عائد العمل وعائد رأس المال أو الإدارة ، ولقد أشار الرئيس فرانكلين روزفلت في أوائل الثلاثينات إلي " ان الاضطراب الاجتماعي والاحساس المتجذر بالظلم هي أخطار تهدد حياتنا الطبيعية وعلينا أن نخفض منها إلى أننى حد مستخدمين أنجع مايسعنا من وسائل" (٣). ولقد أشارت فرجينيا هيلد إلي " أن النموذج الليبرالي يفترض عدم الاكتراث بخير

(1) فيرجينيا هيلد ، أخلاق العناية ، عالم المعرفة ، العدد ١٦١ ، اكتوبر ٢٠٠٨ ص ١٦١ .

(2) جون توملينسون ، العولمة والثقافة ، عالم المعرفة ، العدد ٣٥٤ ن اغسطس ٢٠٠٨ ص ١١٣

(3) جون رالستون سول ، انهيار العولمة واعادة اختراع العالم ، الدار المصرية اللبنانية ، ٢٠٠٩ ص ١٨١

الآخرين وأنه نموذج يعزز فقط المصلحة الذاتية وعدم الأكتراث الأخلاقي عوضاً عن التوجه نحو الاهتمام بالآخرين .^(١) وأن التوجه الجديد الذي سيتم بعثه هو "الأخلاق قبل الأسواق وفوق الأسواق"^(٢) إذ من الواضح للعيان ان تلك القضية المتعلقة بأهمية الجوانب الاجتماعية في علم الاقتصاد بل والاكثر من ذلك أهمية الاعتبارات الاخلاقية قد برزت علي السطح في الالونة الاخيرة بعد الأزمة الاقتصادية العالمية من خلال مناقشة اداء أساطين العولمة المالية وكهنتها من كبار المصرفيين ومديرى صناديق الاستثمارات والتي تجاوزت كل الحدود حيث تمت مناقشة بعض تلك الممارسات في قمة السبعة الكبار والتي عقدت في سبتمبر الماضي.

رابعاً : تحيز أفكار المحافظين الجدد

إن للتحيز كمفهوم إحصائي يتضمن زيادة درجة الخطأ في التقدير ، وأنا نتفهم للتحيز على أنه زيادة في وزن العوامل للشخصية وتقليل من وزن العوامل للموضوعية ، وفي مجال العلوم الاجتماعية فإن " جوهر مفهوم التحيز هو التمحور والتركز حول الذات ، والأنغلاق فيها ورؤية الآخر من خلالها"^(٣) ومن اهم المصادر المحتملة لمختلف التحيزات والأفكار المسبقة التي يحملها الباحث في موضوعات العلوم الاجتماعية : المصلحة الخاصة للباحث في اختيار موضوعات معينة للبحث او المصلحة التي قد تتفق مع نتيجة معينة للبحث او للتحيز نتيجة وقوع احداث معينة سياسية واجتماعية واقتصادية مهمة توجه الناس وتفكيرهم ومن ثم بحوثهم وكتاباتهم في اتجاهات بعينها^(٤) وإن التحيزات والأفكار المسبقة ظلت سمة ملازمة للفكر الغربي " إن ما نسميه بالرؤية الاقتصادية أو التحيز الاقتصادي لم يكن موجوداً دائماً ولكنه منذ ظهر في الفكر الأوربي ، والغربي عموماً فإنه لا يزال يتمتع بالقوة والنفوذ حتى الآن ، وفيما يتعلق بعلم الاقتصاد بالذات انقسم الكتاب في تاريخ الفكر الاقتصادي الى قسمين متميزين من حيث موقفهم من إبراز هذه التحيزات ، فبعض مؤرخي علم الاقتصاد يفضلون رواية تطور هذا العلم كأنها قصة الانتقال من فكرة أو نظرية أقل دقة أو إتساقاً إلى فكرة أو نظرية أخرى .أكثر حظاً من الدقة والأنساق ، ولكن هناك نوع آخر من مؤرخي علم الاقتصاد يعطى أهمية أكبر لاثر التحيزات والمعتقدات المسبقة واثر المناخ الاجتماعي والفكرى السائد في اى عصر من العصور على النظريات الاقتصادية التي ظهرت فيه^(٥) وإذا كان " جوهر التحيز هو محاولة فرض الذات على الآخر ومن ثم نفى الآخر واحلال الذات محله"^(٦) ، فإن أفكار المحافظين الجدد كانت من أكثر مدارس الفكر الاقتصادي تحيزاً ، وذلك من خلال محورين : أولهما : يتعلق كما أوضحنا سابقاً بفصل علم الاقتصاد عن سياقه الاجتماعي

(١) فيرجينيا هيلد ، أخلاق العناية ، عالم المعرفة ، العدد ١٦١ ، أكتوبر ٢٠٠٨ ص ١٢٢

(٢) جودة عبد الخالق ، مداخلة ، المؤتمر العلمي السنوي التاسع للجمعية العربية للبحوث الاقتصادية ، دور القطاع المالي في التنمية العربية ، فندق شبرد ، القاهرة نوفمبر ٢٠٠٨

(٣) نصر محمد عارف ، التنمية من متطور ومستند ، (التميز — العولمة — مابعد البداية) مكتبة الاسرة ، سلسلة العلوم الاجتماعية ، الهيئة المصرية العامة ص ٣٧

(٤) جلال أمين مرجع سبق ذكره ص ٢٣ ص ٢٥

(٥) جلال أمين مرجع سبق ذكره ص ٣٥-٣٦

(٦) نصر عارف مرجع سبق ذكره ص ٥١

ثم بعد ذلك إعطاء وزن أكبر للمكونات النقدية والمالية في العلم عن المكونات الأخرى المتعلقة بالتنمية ، وبالتوزيع ، حيث تم إعلاء الهدف الاقتصادي على بقية الأهداف وجعل تلك الأهداف الاجتماعية - شديدة الأهمية - مجرد وسائل تحقق الهدف الاقتصادي ، ويؤدي ذلك إلى تراجع تحقيق الغاية المأمولة لهم نفسها ألا وهي تلك الأهداف الاقتصادية نتيجة ان السياسات المطبقة في إطار هذا الفكر تكون نتيجتها حدوث أزمات اقتصادية طاحنة وذلك لفشل للنظريات الاقتصادية في محركات التطبيق العملي ، أما المحور الثاني لتحيز أفكار المحافظين الجدد فيتمثل في محاولة " تحويل خصوصية النسق الحضاري الأوربي إلى عالمية بعد إزالة الخصوصيات الأخرى من الوجود " (1) ولكن تكمن الإشكالية الأكبر في هذا المحور من تحيز أفكار المحافظين الجدد في أنه حتى تلك النسق الحضاري الغربي في تلك المرحلة من تطوره لم يصبح ملائماً للظروف الموضوعية السائدة ، ان أرض الواقع هي المجال للعلمي والعملي لا اختبار النظريات في التطبيق .

الخلاصة والمآل

في إطار ما سبق عرضه يمكن لنا استخلاص بعض التوجهات التالية :-
أولاً : أوضحت تداعيات الأزمة الأخيرة أن اطروحات المحافظين الجدد والتي أطلقتها دول الغرب والمسيطرون على المنظمات الاقتصادية الدولية والأبواق المرددة الافكارهم في الدول النامية قد فشلت في التطبيق العملي فشلاً ذريعاً ، أن أفكار الليبراليين الجدد كانت تسعى إلى تطبيق وصفة واحدة على جميع الدول بغض النظر عن مستوى تطورها وظروفها الاجتماعية وخصوصيتها الثقافية ولقد أثبتت تجارب الدول الاشتراكية في الاتحاد السوفيتي السابق ودول أوربا الشرقية بالبرهان الواضح استحالة أتباع دول وشعوب العالم لنظام واحد بوصفه واحدة ، إن الإستراتيجيات التي يكون على الدول النامية أن تتبعها في ظل تلك العولمة وبعد تلك الأزمة الضارية يجب أن تتبع من واقعها وخصائصها المحلية والرجوع إلى الجذور مع انطلاق حركة التنوير والتطوير ، ومن الأمور التي يجب إدراكها الآن جيداً في تلك المرحلة هي شروط الاندماج في الاقتصاد العالمي في الظروف الحالية ، ومع التسليم باستحالة الانعزال عن الاقتصاد العالمي ومتغيراته والانغلاق على الذات ، إلا أن الأمر يتطلب اندماجاً حذراً ومشروطاً في ذلك الاقتصاد بحيث يتم أخذ الظروف المحلية للدولة وخصائصها في الاعتبار ، وإذا كانت العولمة بكل تحدياتها قد ضيقت من الهامش المتاح للإرادات الوطنية لجميع الدول بدرجات متفاوتة إلا أنه يظل للدول هامشاً متاحاً للسيادة يضيق ويتسع ولكنه على أي حال يتيح لتلك الدول اتخاذ العديد من الخيارات الوطنية لمصلحة شعوبها ويتوقف حجم ذلك الهامش على عوامل عديدة سياسية واقتصادية واجتماعية تصب جميعها في محور قوة الدولة بمفهومها الشامل .

إن الأزمة كشفت - ضمن ما كشفت عنه - عن تخلي النظام الغربي عن ثقافة الجودة الذي اتسم به خلال المراحل السابقة لتطوره وحل محلها ثقافة الفساد والإفساد المتغلغل، وأنضح ذلك في مجالات الأوراق المالية ، والمشتقات المالية والتوريق والديون السامة ، لقد واجهوا ما

(1) المرجع السابق ص ٢٣ .

اتهموا به دول جنوب شرق آسيا في أزمة التسعينيات والدول النامية عموماً بفساد الإدارة المالية ، لقد انقلب السحر على الساحر أخيراً ، وفي ظل ظهور التدليس في تلك المؤسسات وفي مؤسسات التقييم الائتماني الكبرى فإن الاستعانة بتلك المؤسسات في التطوير المصرفي لدينا بعد فشلها في دولها الأصلية هو أشبه ما يكون باستدعاء أطباء فاشلين لعلاج شخصاً صحيح البدن. إن أحد أهم مؤشرات التنافسية التي كانت تطلقها المؤسسات الدولية في المجال السياسي هو مدى خضوع الدول لأصحاب المصالح وجماعات الضغط ، ولقد فشلت الدول الغربية المتقدمة طبقاً لهذا المؤشر تماماً من حيث خضوعها للطغمة المالية المسيطرة.

ثانياً: يلفت النظر أن ما كان بالأمس منطقة شبه محرمة للحوار أصبح الآن هو القضية موضوع النقاش الأكبر داخل الدول المتقدمة ألا وهي قضية الانضباط المالي ، بل أنها أصبحت تمثل المحور الرئيسي للموقف الأوروبي والذي تقوده فرنسا والذي يدعو لضبط الصناديق المالية التي تعمل في المضاربات ، وضرورة فرض الشفافية فيما يتعلق بالحسابات المصرفية وضبط الملاذات الضريبية ، كما أثارت قضية الزيادات الضخمة وغير المبررة في مكافآت قيادات القطاعات المصرفية ومديري الصناديق المالية والتي أتخذ بشأنها قراراً في قمة الدول العشرين التي عقدت مؤخراً نهاية شهر سبتمبر الماضي، ولقد أكدت قمة بروكسيل الأوروبية والتي انعقدت بغرض تحقيق تناسق في الموقف الأوروبي ضرورة إعادة النظر في إدارة الأقتصادات الكبرى العالمية ووضع إطار محكم للأسواق العالمية حتى يتحقق الانضباط المنشود ، ومع التسليم بأن اندماج مصر في الاقتصاد العالمي لم يكن بالدرجة التي تؤدي الى تأثرها بشكل حاد بالازمة ، الا اننا نشير الى ان ما ساهم في المواجهة الجيدة للقطاع انصرفي للازمة هو الضوابط المحكمة الموضوعية من خلال البنك المركزي ، ولم يكن اساس تلك المواجهة للازمة هي البنوك الاجنبية او فروعها التي تم افتتاحها ، ان ما ساعدنا هو القدر المقبول من التدخل الحكومي والرقابة المصرفي وليس تخفيف التدخل كما كانوا يروجون له .

ثالثاً: إن سيطرة النمو الزائف في القطاع النقدي، وفي المضاربات والميل لتحقيق الربح السريع بمعدلات تفوق كثيراً معدلات نمو الأنشطة الحقيقية للاقتصاد العيني تعتبر رافداً رئيسياً للازمة العالمية ، إن تعبير الاقتصاد العيني ليس بدعه أو اختراع ، أنه مصطلح رصين في الأدبيات الاقتصادية ومن المهم التركيز عليه بشدة في حالة الاقتصاديات النامية ويجب أن يكون هذا هو أهم الدروس التي نستخلصها ، خاصة وإن الازمة قد اندلعت اساساً في دول ذات قاعدة صلبة من الاقتصاد العيني ولديها قطاعات خدمية متقدمة والبنود المكونة لميزانها التجاري متعددة ومتنوعة في جانب الصادرات بدءاً من السلع الزراعية المدعومة إنتاجاً وتصديراً ولنتهاء بالسلع عالية المكون التكنولوجي ، كما ان تلك الحلول تحقق رفاهية اجتماعية لمواطنيها حتى المتعطلين عن العمل منهم ومع كل ذلك فان المفكرين المستبشرين لديهم مازالوا يركزون على أهمية الاقتصاد العيني ، فما بالنا بدولنا التي لم تشكل بعد تلك القاعدة القوية لمجالات الاقتصاد الحقيقي إلا ان الأجراء الذي اتخذته الحكومة لضخ الأموال في مجال الإنفاق على البنية الأساسية هو اتجاه محمود ولكن قد يكون الأهم من ذلك هو الإنفاق الاستثماري الانتاجي في قطاعات الصناعة والزراعة لضمان سلامه جريان الدورة الدموية في شرايين واوردة الاقتصاد القومي ،

وان زيادة الاستثمار العام في مجال الزراعة هو اتجاه مفيد جدا لان الاستثمار العام في هذه الحالة يكون مكملا للاستثمار الخاص وليس منافسا له ، وذلك في ظل اتسام الزراعة والصناعات المرتبطة بها بأنها قطاعات مكثفة لعنصر العمل ويمكن أن تساهم في حالة زيارة تلك الاستثمارات بشكل ملحوظ في حل مشكلة البطالة التي تمثل المرتبة الأولى على الصعيد القومي، إن تنمية القطاع الزراعي لا يمكن أن تخضع لحسابات الجمع والطرح بمقارنة العوائد المتوقعة من الوحدة المستخدمة من القطاعات الأخرى سواء كانت صناعة أو سياحة أو غيرها ، وبذلك فإن أول درس تخرج به من الأزمة هو أنه ويل للمستهلك والمستورد ، والويل كله لغير المنتج وغير المصدر وانه لم يعد من المقبول ان نظل مستوردين لمجموعة كبيرة من السلع الغذائية وكذلك السلع الصناعية حتى ذات المكون التكنولوجي المنخفض والتي نستوردها من دول شرق آسيا ، ويستلزم الأمر اتخاذ جميع السياسات والتدابير التي تشجع في اتجاه الإحلال محل الواردات سواء في الصناعة أو للزراعة كلما أمكن ذلك .

ان مجالات الاقتصاد العيني في الصناعة وفي الزراعة ، وفي الخدمات ذات القيمة المضافة للمجتمع والتي لها إمكانات تصديرية والتي يمكن ان تساهم في علاج مشكلة البطالة هي ما يجب ان نعص عليه بالنواجذ في مصر في المرحلة المقبل حتى لا نكون سوقا مفتوحة للسلع الغذائية المستوردة ، وبرمجيات الدول المتقدمة او التي تسير في طريق التقدم مع تزايد النزعة الاستهلاكية للمحمول واستخدام الانترنت بدرجة اكبر كثيرا عن الانتاج المحلي في هذا المجال

رابعاً: أن الجوانب الاجتماعية لعلم الاقتصاد الذي هو علم اجتماعي بالأساس تبرز بشكل أكبر كلما أشتدت أزمت العولمة بعد أغفائها وتجاهلها لمدة طويلة ، وسوف يكون هناك تركيز أكبر في الأطر الفكرية على ما يعرف بنظرية للتوزيع بعد ان أصبحت أطروحاتها في ظل أفكار المحافظين الجدد ضلاره حتى باعتبار الكفاءة نفسها ، وذا امعنا للنظر في الازمة لوجدنا انها نشأت كنتيجة للتركيز على الابعاد المالية لعلم الاقتصاد بحسابات الجمع والطرح الظاهرة بالعين المجردة ، ومن الواضح انه يستحيل على اى اصلاح اقتصادى ايا كانت العبء التي يرتديها ان يؤتى ثماره الا اذا تم فى اطار يراعى الابعاد الاجتماعية للتنمية كجزء جوهري في سياق جميع مراحل الاقتصاد خطوة بخطوة ، وان الاشكالية الرئيسية في قضية ارتباط العدالة بالتنمية في حالة تطبيق وصفات الإصلاح الغربية التي تعتمد على افكار المحافظين الجدد هو ان الحكومة لو ارادت ان تعالج قضايا التفاوت الشديد في الدخول والعمل على تحقيق العدالة الاجتماعية فانها لن تستطيع ان تفعل شيئا ذا بال لانها ستكون قد فقدت الاليات التي تمكنها من ذلك طوعا ، ان الجزء الخاص بسياسات اعادة للتوزيع كان هو الجزء المسكوت عنه فى افكار المحافظين الجدد ، وطلما وجدت البشرية كان هناك اغنياء و فقراء ، ولكن لتاريخ الحديث لم يشهد مثل هذه الفجوة التي تفصل بين الاغنياء والفقراء ولا مثل هذه الاعداد من المستبعدين سواء فى العالم المتقدم لو النامي ، ان لفقر الفئات ذات الميل الحدى المرتفع للاستهلاك هو ايضا ضار سواء بالدول النامية او للمقدمة ، ويكون الضرر اكبر في حالة الدول النامية ، فانه اذا كان للفقر سياسات تؤدي الى التخفيف من حدته بعد ان يتفقم ، فانه توجد سياسات اخرى تعمل على لنتاجه وتكريسه ، ان قضية التوازن بين للطبقات في جميع المجتمعات الان ليست قضية تتعلق بالعدالة الاجتماعية فقط ، انها تعتبر شرطا ضروريا لتحقيق للتنمية لانه ينتج عن التقليل من شأنها على ارض الواقع خفضا للدافعية الايجابية لتحقيق

للتنمية التي يستحيل أن تتحقق بدون مشاركة جميع أفراد المجتمع ، والتي تمثل لدينا مشكلة هامة تتضح أبعادها عند التطبيق في نقص المشاركة المجتمعية على المستوى المحلي ، كما أنه يعمق الدافعية السلبية التي تتمثل في ضعف الانتماء وتفاقم العنف والجريمة والإرهاب ، والأكثر من ذلك فإن الأمر يستلزم تركيزاً كبيراً على الجوانب الأخلاقية في المعاملات الاقتصادية والمالية ، مما لا شك فيه أن القيم الروحية تمثل أساساً صلباً لدعم ذلك للتوجه .

المراجع

- ١- امارنياسن ، التنمية حرية ، عالم المعرفة، العدد ٣٠٣ ، مايو ٢٠٠٤
- ٢- جلال أمين ،كشف الاقنعة عن نظريات التنمية الاقتصادية، كتاب الهلال ، دار الهلال ، فبراير ٢٠٠٢.
- ٣-جلال أمين ، فلسفة علم الاقتصاد بحث في تحيزات الاقتصاديين وفي الاسس غير العلمية لعلم الاقتصاد ، دار الشروق ، ٢٠٠٩ .
- ٤- جودة عبد الخالق ،مداخله ، المؤتمر العلمي السنوي التاسع للجمعية العربية للبحوث الاقتصادية ، نور القطاع المالي في التنمية العربية، فندق شبرد ،القاهرة نوفمبر ٢٠٠٨ .
- ٥-جوزيف ستيجلتزر، ضحايا العولمة ، مكتبة الاسرة، سلسلة الفكر، الهيئة المصرية العامة للكتاب، ٢٠٠٧ .
- ٦- جون رالستون سول ، انهيار العولمة واعادة اختراع العالم ، الدار المصرية اللبنانية، ٢٠٠٩ .
- ٧- جون كينيث جاليريث ، تاريخ الفكر الاقتصادي :الماضي صورة الحاضر ، عالم المعرفة ، العدد ٢٦١ ،سبتمبر ٢٠٠٠.
- ٨- جون توملينسون ، العولمة والثقافة ، عالم المعرفة ، العدد ٣٥٤ ن اغسطس ٢٠٠٨ .
- ٩- حازم الببلاوي جريدة الاهرام ، ٢٤ مايو ٢٠٠٩ ، ص ١٠
- ١٠- رمزي زكي ، الليبرالية المتوحشة (ملاحظات حول التوجهات الجديدة للراسمالية المعاصرة) ،مكتبة الاسرة سلسلة الفكر، الهيئة المصرية العامة للكتاب .
- ١١- فيرحينيا هيلد ، أخلاق العناية ، عالم المعرفة ، العدد ٣٥٦ ، اكتوبر ٢٠٠٨
- ١٢- محمد المصباحي ، هل يمكن الكلام عن الحق في الكذب في المجال السياسي ، مجلة عالم الفكر ، المجلد ٣٩ ، العدد ١ ، يوليو - سبتمبر ٢٠٠٩ .
- ١٣- محمد زكي جمعة ، لصارات الزراعة المصرية في ظل سياسة التحرر الاقتصادي ، الجمعية المصرية للاقتصاد بين الزراعيين ، المؤتمر الخامس للاقتصاد بين الزراعيين، مارس ١٩٩٧ .
- ١٤- نصر محمد عارف ، التنمية من منظور متجدد ، (التحيز - العولمة - مابعد الحداثة) مكتبة الاسرة ، سلسلة العلوم الاجتماعية ، الهيئة المصرية العامة
- ١٥ - نورينا هيرتس ، السيطرة الصامتة ، عالم المعرفة، العدد ٣٣٦، فبراير ٢٠٠٧.
- ١٦- هانس بيتر مارتين ، هارالد شومان ، فخ العولمة ، عالم المعرفة ، العدد ٢٩٥ اغسطس ٢٠٠٣ .
- ١٧- هورست افهيلد ، اقتصاد يغدق فقرا ، عالم المعرفة ، العدد ٣٣٥ ، يناير ٢٠٠٧.

A proposed conceptual framework for understanding the evolution of government role in the liberal economy before and after the world financial crisis of 2007-2010

By

DR/ Ahmed Elsayed Eldeqen

Lecturer at public administration department, Faculty of Management Sciences and Vice manager of Center for Consultations and Research, Sadat Academy .

Abstract

The research paper aimed at attempting to determine the evolution phases of government role in the liberal economy,

to define the scientific dimensions of every phase of the evolution phases of government role in the liberal economy, to specify the environmental considerations of every phase of the evolution phases of government role in the liberal economy, and to determine the limit of the government role in every phase of the evolution phases of government role in the capitalist economy.

The paper sought to achieve these objectives, by collecting information from most recent references and using Deduction and Evolutionary Methods for analysis . The research paper concluded four results, the most important one was that The limit of government role evolved over centuries , as follows : it was minimum one in the first phase , it was small role in the second phase , it was a great one in the third phase , it was the maximum role in the fourth phase , it was a new shape of minimum role in the fifth phase, it was fluctuated between a new shape of small role and minimum role in the sixth phase, and it was moderate role in the seventh phase.

Introduction

After the world economic crisis triggered in 2007, important questions has brought forth over the causes, implications , effects, and impacts of this crisis on developed and developing countries. There was agreement on the terrible effects of this crisis , It has resulted in the collapse of large financial institutions, the bailout of banks by national governments and downturns in stock markets around the world. In many areas, the housing market has also suffered, resulting in numerous evictions, and foreclosures.

It is considered by many economists to be the worst financial crisis since the Great Depression of the 1930s. It contributed to the failure of key businesses, declines in consumer wealth estimated in the trillions of U.S. dollars, substantial financial commitments incurred by governments, and a significant decline in economic activity. Many causes have been proposed, with varying weight assigned by experts.(the world financial crisis of 2007-2010, <http://en.wikipedia.org/> April 2010)

Although , there is an agreement of the experts on the bad need of great role by governments to go out of this crisis and to save the national

economies and the world economy from the entire collapse, there is disagreement on the best persistent role of government in the capitalist economy. This debate leads to think over the evolution of government role in the liberal economy.

Paper objectives :

-Attempting to determine the evolution phases of government role in the liberal economy,

- Trying to define the scientific dimensions of every phase of the evolution phases of government role in the liberal economy,

- Attempting to specify the environmental considerations of every phase of the evolution phases of government role in the liberal economy, and

- Trying to determine the limit of the government role in every phase of the evolution phases of government role in the capitalist economy.

Literature review

Although there are research papers concerning the role of government in the capitalist economy, there are rare research papers focusing on the evolution of government role in the liberal economy.

Methodology:-

Deduction Method: It is based on determining or deciding some thing from general principles.

Evolutionary Method: It aims at determining the origins of selected phenomenon and the phases of phenomenon evolution. It also take into account the environmental considerations affecting the phenomenon evolution.

Research Paper Questions

- What are the evolution phases of government role in the Capitalist economy?

- What are the scientific dimensions of every pahse of the evolution phases of government role in the liberal economy?

- What are the environmental considerations of every phase of the evolution phases of government role in the liberal economy?

- what is the limit of government role in every phase of the evolution phases of government role in the liberal economy?

The first Phase of 1780s - 1870s

In this phase, the economic policy of developed and industrial countries was based on the classical liberalism.

Classical liberalism is a political ideology that developed in the 19th century in England, Western Europe, and the Americas. It is committed to the ideal of limited government and liberty of individuals including freedom of religion, speech, press, assembly, and free markets. Rationalist philosophers of the 17th Century, such as Thomas Hobbes and Baruch Spinoza developed further ideas that would become important to liberalism, such as the social contract. However, liberalism's classic formulation came in The Age of Enlightenment. John Locke's *Two Treatises of Government* argued that legitimate authority depended on the consent of the governed, while Adam Smith's *The Wealth of Nations* rejected mercantilism, which advocated state interventionism in the economy and protectionism, and developed modern free-market economics. These early liberals saw

mercantilism as enriching privileged elites at the expense of well being of the populace. Another early expression is the tradition of a Nordic school of liberalism set in motion by a Swedish parliamentarian Anders Chydenius. (Classical liberalism, <http://en.wikipedia.org/> April 2010)

In this phase ,it is educed that the government role was the minimum one.

The Second Phase of 1870s - 1920s

In this phase, the economic role of government shefited from classical liberalism to social liberalism. Social liberalism is the belief that liberalism should include social justice. It differs from classical liberalism in asserting that a liberal state should provide jobs, health care, and education while simultaneously expanding civil rights. Under social liberalism, the good of the community is viewed as harmonious with the freedom of the individual. (Social liberalism , <http://en.wikipedia.org/> April 2010)

In late nineteenth century Germany, left-liberals established trade unions in order to help workers improve working and economic conditions. Leading left-liberals, such as Lujo Brentano, established the Social Policy Association in 1873 to promote social reform. The main objectives of the left-liberals were free speech, freedom of assembly, free trade, representative government, equal and secret suffrage, and protection of private property, although they were strongly opposed to the welfare state, which they called State Socialism. Friedrich Naumann, who was an Association member, later established the National Social Union, which attempted to combine bourgeois nationalism with proletarian socialism. The new group advocated, among other things, increased social welfare legislation, the right to strike, and profit-sharing in industry. Although the party was unable to win any seats and soon dissolved, the theories it developed would remain influential in German liberalism. (Ibid)

In the 1870s and the 1880s, the American economists Richard Ely, John Bates Clark, and Henry Carter Adams—influenced both by socialism and the Evangelical Protestant movement—castigated the conditions caused by industrial factories and expressed sympathy towards labor unions. None, however, developed a systematic political philosophy, and they later abandoned their flirtations with socialist thinking. In 1883, Lester Frank Ward published the two volume Dynamic Sociology and formalized the basic tenets of social liberalism while at the same time attacking the laissez-faire policies advocated by Herbert Spencer and William Graham Sumner. The historian Henry Steele Commager ranked Ward alongside William James, John Dewey, and Oliver Wendell Holmes and called him the father of the modern welfare state.(Ibid)

In the second phase ,it is educed that the government role was shfited from minimum one to small role.

The third phase of 1930-1950

In this phase, the role of government in the liberal economy shefited from social liberalism to ordoliberalism.

Ordoliberalism is a school of liberalism that emphasises the need for the state to ensure that the free market produces results close to its theoretical potential (see allocative efficiency). The theory was developed by German economists and legal scholars such as Walter Eucken, Franz Böhm, Hans Grossmann-Doerth and

Leonhard Miksch from about 1930-1950. Alexander Rüstow and Wilhelm Röpke (who spent the Nazi period in exile in Turkey) and Friedrich von Hayek are associated with this theory. Ordoliberal ideals (with modifications) drove the creation of the post-World War II German social market economy and its attendant *Wirtschaftswunder*. The term was coined 1950 by Hero Moeller referring to the academic journal *ORDO*. The term is used by some in the German language as synonym for the term neoliberalism or as concretization to label the neoliberalism of the Freiburg School. However, ordoliberals promoted the concept of the social market economy, and this concept promotes a strong role for the state with respect to the market. (Ordoliberalism, <http://en.wikipedia.org/> April 2010)

Ordoliberal theory holds that the state must create a proper legal environment for the economy and maintain a healthy level of competition through measures that adhere to market principles. The concern is that, if the state does not take active measures to foster competition, firms with monopoly (or oligopoly) power will emerge, which will not only subvert the advantages offered by the market economy, but also possibly undermine good government, since strong economic power can be transformed into political power. Quoting Stephen Padgett: "A central tenet of ordoliberalism is a clearly defined division of labor in economic management, with specific responsibilities assigned to particular institutions. Monetary policy should be the responsibility of a central bank committed to monetary stability and low inflation, and insulated from political pressure by independent status. Fiscal policy—balancing tax revenue against government expenditure—is the domain of the government, whilst macro-economic policy is the preserve of employers and trade unions." The state should form an economical order instead of directing economical processes. (Ibid)

In the period following the global depression of the 1930s, the state played an increasingly prominent role in the capitalistic system throughout much of the world. Keynesian economics or Theory is a macroeconomic theory based on the ideas of 20th-century British economist John Maynard Keynes. Keynesian economics argues that private sector decisions sometimes lead to inefficient macroeconomic outcomes and therefore, advocates active policy responses by the public sector, including monetary policy actions by the central bank and fiscal policy actions by the government to stabilize output over the business cycle.[1] The theories forming the basis of Keynesian economics were first presented in *The General Theory of Employment, Interest and Money*, published in 1936; the interpretations of Keynes are contentious, and several schools of thought claim his legacy. (Keynesian economics, <http://en.wikipedia.org/> April 2010)

In the third phase, it is deduced that the government role was shifted from the small role to the great one.

The Fourth phase of 1950-1970s

In this phase, the economic role of government shifted from ordoliberalism to embedded liberalism.

The term embedded liberalism refers to the economic system which dominated worldwide from the end of World War II to the 1970s. David Harvey argues that at the end of World War II, the primary objective was to develop an economic plan that would not lead to a repeat of the Great Depression during the

1930s. Harvey notes that under this new system free trade was regulated "under a system of fixed exchange rates anchored by the US dollar's convertibility into gold at a fixed price. Fixed exchange rates were incompatible with free flows of capital. Harvey argues that embedded liberalism led to the surge of economic prosperity which came to define the 1950s and 1960s . (embedded liberalism , <http://en.wikipedia.org/> April 2010)

Across much of the world, the work of John Maynard Keynes, which sought to formulate the means by which governments could stabilize and fine-tune free markets, became a highly influential approach. Within the developing world, several developments – among them decolonization, a desire for national independence and the destruction of the pre-war global economy, and the view that countries could not effectively industrialize under free market systems– encouraged economic policies that were influenced by communist, socialist and import substitution precepts.(Ibid)

Keynesian economics advocates a mixed economy—predominantly private sector, but with a large role of government and public sector—and served as the economic model during the latter part of the Great Depression, World War II, and the post-war economic expansion (1945–1973), though it lost some influence following the stagflation of the 1970s. .(Keynesian economics,op.cit.)

The period of government interventionism in the 1950s and 1960s was characterized by exceptional economic prosperity, as economic growth was generally high, was contained, and economic distribution was comparatively equalized. This era is known as *les Trente Glorieuses* ("The Glorious Thirty [years]") or "Golden Age", a reference to many countries having experienced particularly high levels of prosperity between (roughly) World War II and 1973.(Ibid)

David Harvey notes that the system of embedded liberalism began to crack beginning towards the end of the 1960s. The 1970s were defined by an increased accumulation of capital, unemployment, inflation (or stagflation as it was dubbed), and a variety of fiscal crises. He notes that "the embedded liberalism that had delivered high rates of growth to at least the advanced capitalist countries after 1945 was clearly exhausted and no longer working. A number of theories concerning new systems began to develop, which led to extensive debate between those who advocated "social democracy and central planning on the one hand" and those "concerned with liberating corporate and business power and re-establishing market freedoms on the other. Harvey notes that by 1980, the latter group had emerged as the leader, advocating and creating a global economic system that would become known as neoliberalism(Ibid)

In the Fourth phase ,it is educed that the government role was shfited from the big one to the maxmum role .

The Fifth phase of 1980- late 1990s

In this phase, the economic role of government shefited from embedded liberalism to neoliberalism , where Chronic economic crisis throughout the 1980s, and the collapse of the Communist bloc at the end of the 1980s, helped foster political opposition to state interventionism, and in favor of free market reform policies.

Neoliberalism is an ideology based on economic liberalism. The ideology favours economic policies based on neoclassical theories of

economics that minimize the role of the state and maximize the private business sector. The term 'neoliberalism' has also come into wide use in cultural studies to describe social, cultural, and political practices and policies that use the language of markets, efficiency, consumer choice, transactional thinking and individual autonomy to shift risk from governments and corporations onto individuals and to extend this kind of market logic into the realm of social and affective relationships. (neoliberalism , <http://en.wikipedia.org/> April 2010)

In the 1970s some Latin American economists began using "neoliberalismo" to designate their program of market-oriented reforms. By the 1990s, however, left-leaning opponents had turned the term "neoliberalism" into a pejorative that suggested a plot by the U.S. to globalize American capitalism. Conservative critics dismissed the term as a catchphrase invented by academic radicals to denigrate the ideas of Milton Friedman and Friedrich von Hayek. Libertarian Ronald Hamowy associates the term with nationalists and utopian socialists who oppose free markets.(Ibid)

As for U.S. , in the end of 1970s and the beginning of 1980s, there were efforts to deregulate certain industries. The Civil Aviation was disbanded in 1984, and over the following decade significant areas of transportation, telecommunications, and banking were deregulated. (Denhard, public administration –An action orientation, 2009)

"Washington Consensus," a list of policy proposals that appeared to have gained consensus approval among the Washington-based international economic organizations (like the International Monetary Fund (IMF) and World Bank). Williamson's list included ten points: (neoliberalism , op.cit.)

- Fiscal policy Governments should not run large deficits that have to be paid back by future citizens, and such deficits can only have a short term effect on the level of employment in the economy.

- Redirection of public spending from subsidies ("especially indiscriminate subsidies and other wasteful spending toward broad-based provision of key pro-growth, pro-poor services like primary education, primary health care and infrastructure investment;

- Tax reform– broadening the tax base and adopting moderate marginal tax rates to encourage innovation and efficiency;

- Interest rates that are market determined and positive (but moderate) in real terms;

- Floating exchange rates;

- Trade liberalization – liberalization of imports, with particular emphasis on elimination of quantitative restrictions (licensing, etc.); any trade protection to be provided by law and relatively uniform tariffs; thus encouraging competition and long term growth ;

- Liberalization of the "capital account" of the balance of payments, that is, allowing people the opportunity to invest funds overseas and allowing foreign funds to be invested in the home country;

- Privatization of state enterprises; Promoting market provision of goods and services which the government can not provide as effectively or efficiently, such as telecommunications, where having many service providers promotes choice and competition;

-Deregulation – abolition of regulations that impede market entry or restrict competition, except for those justified on safety, environmental and consumer protection grounds, and prudent oversight of financial institutions;

- Legal security for property rights; and,
- Financialization of capital.

In this phase , a new and very important concept also has emerged. It is "Good Governance". Understanding what good governance entails is essential if good aid projects on governance are to be chosen and designed. AusAID defines governance as the manner in which power is exercised in the management of a country's social and economic resources for development .But this one sentence definition hides an important point – that governance is a dynamic process.(Judy Fenelon,2003)

In the Fifth phase ,it is deduced that the government role was shifted from the maximum role to new shape of minimum role.

The Sixth phase of late 1990s- 2007

In late 1990s, the world economy witnessed the Asian economic crisis and the Latin American economic crisis ; leading to a new shift to a new shape of social liberalism that is called "the third way" . This is a way between capitalism and socialism. But this phase period witnessed fluctuations between the new shape of social liberalism and the neoliberalism. It is thought that the neoliberalism was prevalent.

In the sixth phase ,it is deduced that the government role fluctuated between a new shape of minimum role and a new shape of small role.

The Seventh phase (post world economic crisis 2007/2008)

The advent of the global financial crisis in 2007 has caused a resurgence in Keynesian thought. The British Prime Minister Gordon Brown and other global leaders have used the theory of Keynesian economics to justify intervening in the world economy (Keynesian economics,op.cit.)

New Keynesian economics is a school of contemporary macroeconomics that strives to provide microeconomic foundations for Keynesian economics. It developed partly as a response to criticisms of Keynesian macroeconomics by adherents of New Classical macroeconomics. Two main assumptions define the New Keynesian approach to macroeconomics. Like the New Classical approach, New Keynesian macroeconomic analysis usually assumes that households and firms have rational expectations. But the two schools differ in that New Keynesian analysis usually assumes a variety of market failures. In particular, New Keynesians assume prices and wages are "sticky", which means they do not adjust instantaneously to changes in economic conditions. Wage and price stickiness, and the other market failures present in New Keynesian models, imply that the economy may fail to attain full employment. Therefore, New Keynesians argue that macroeconomic stabilization by the government (using fiscal policy) or by the central bank (using monetary policy) can lead to a more efficient macroeconomic outcome than a laissez faire policy would. (New Keynesian economics , <http://en.wikipedia.org/> April 2010)

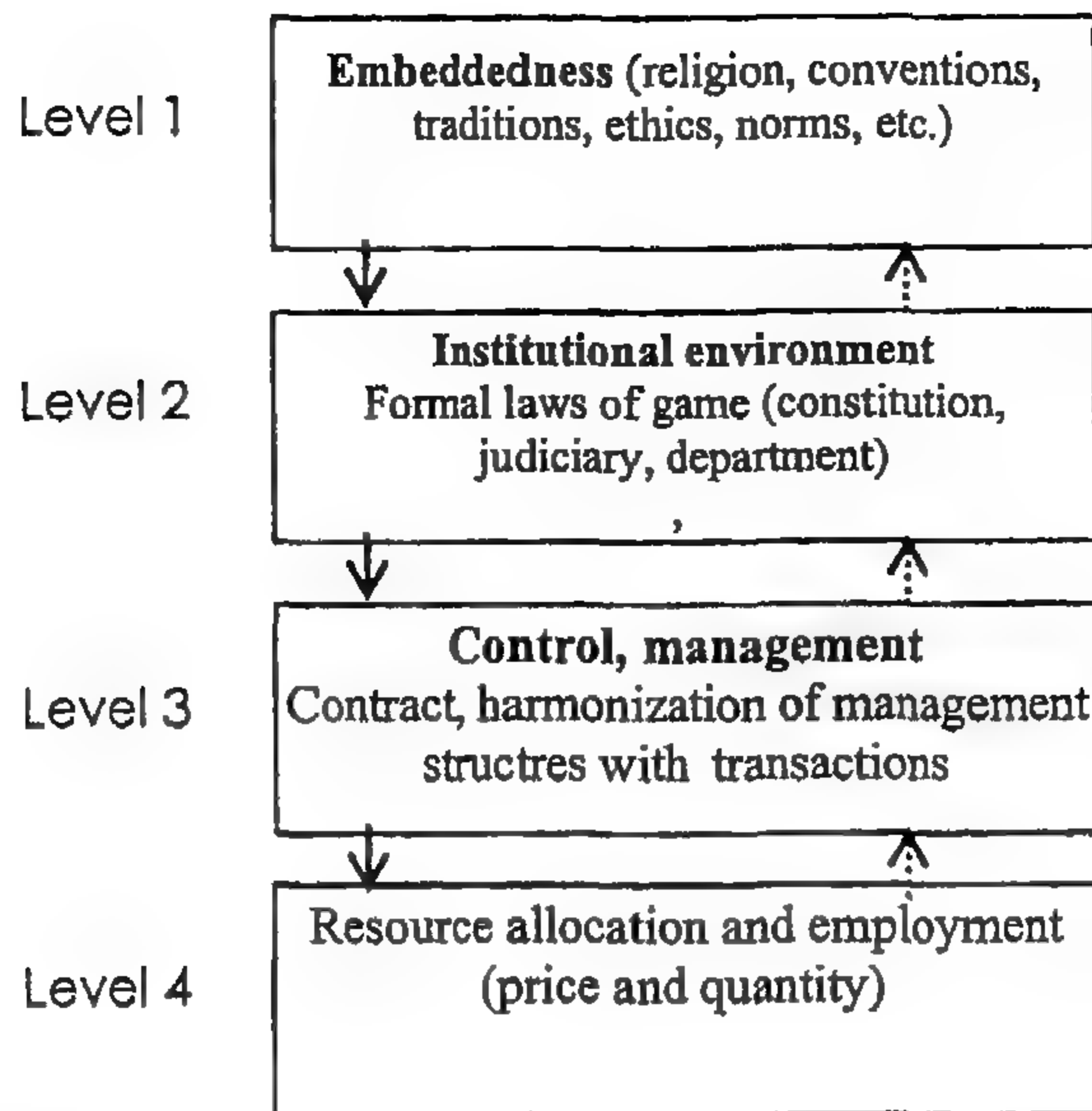
New Keynesian economists fully agree with New Classical economists that

in the long run, changes in the money supply are neutral. However, because prices are sticky in the New Keynesian model, an increase in the money supply (or equivalently, a decrease in the interest rate) does increase output and lower unemployment in the short run. Nonetheless, New Keynesian economists do not advocate using expansive monetary policy just for short run gains in output and employment, because doing so would raise inflationary expectations and thus store up problems for the future. Instead, they advocate using monetary policy for stabilization. That is, suddenly increasing the money supply just to produce a temporary economic boom is a bad idea (because eliminating the increased inflationary expectations will be impossible without producing a recession). But when the economy is hit by some unexpected external shock, it may be a good idea to offset the macroeconomic effects of the shock with monetary policy. This is especially true if the unexpected shock is one (like a fall in consumer confidence) which tends to lower both output and inflation; in that case, expanding the money supply (lowering interest rates) helps by increasing output while stabilizing inflation and inflationary expectations. (Ibid)

New institutional economics (NIE) is an economic perspective that attempts to extend economics by focusing on the social and legal norms and rules that underlie economic activity. NIE has its roots in Ronald Coase's fundamental insights in *The Problem of Social Cost* and *The Nature of the Firm*. The Coase Theorem established that without transaction costs alternative institutions can equivalently internalize conflicts and externalities. Therefore, comparative institutional analysis is required to make recommendations about efficient internalization of externalities and institutional design, including Law and Economics. At present NIE analyses are built on a more complex set of methodological principles and criteria. They work within a modified Neoclassical framework and depart from "old" or "critical" institutional economics, authors often care about both efficiency and distribution issues. The main distinction is that NIE works within a neoclassical framework, while critical institutional economics reject neoclassical economics. (New institutional economics , <http://en.wikipedia.org/> April 2010)

Although no single, universally accepted set of definitions has been developed, most scholars doing research under the NIE methodological principles and criteria follow Douglass North's demarcation between institutions and organizations. Institutions are the "rules of the game", consisting of both the formal legal rules and the informal social norms that govern individual behavior and structure social interactions (institutional frameworks). Organizations, by contrast, are those groups of people and the governance arrangements they create to coordinate their team action against other teams performing also as organizations. Firms, Universities, clubs, medical associations, unions etc are some examples. (Ibid)

The new institutional economy – emphasizes s distinction between four levels of social analysis:(Rita Török , *The Newinstitutional approach* , 2005, p.p. 53-59)



Institutions play a central role in economic development and social outcomes through taking into account these dimensions: Technology, Transaction costs, Culture, Formal rules, Behaviour of state agencies, Informal rules & norms, and Incentives. (Judy Fenelon, op.cit.)

In the seventh phase, it is deduced that the government role shifted from fluctuation between a new shape of minimum role and a new shape of small role to moderate role.

Conclusion

This research paper attempted to answer the aroused scientific questions through Deduction Method and evolutionary method. The paper concluded four main results, as follows:

1- The government role in the liberal economy has evolved over centuries through seven phases: the first Phase of 1780s - 1870s, the Second Phase of 1870s - 1920s, The third phase of 1930-1950, The Fourth phase of 1950-1970s, The Fifth phase of 1980- late 1990s, The Sixth phase of late 1990s- 2007, the Seventh phase (post world economic crisis 2007/2008).

2- Every phase of evolution phases was concerned with a scientific school of liberalism schools, where the first phase was related to Classical liberalism, the second phase was based on Social liberalism, the third phase was concerned with Ordoliberalism, the fourth phase was related to Embedded liberalism, the fifth phase was based on Neoliberalism, the sixth phase was fluctuated between new shape of Social liberalism and Neoliberalism, and the seventh phase was more related to New institutionalism.

3- Every phase of evolution phases was concerned with environmental considerations, where the first phase was related to the Age of Enlightenment and Prevalent freedom, the second phase was related to the establishment of worker unions and their demands to improve their

conditions, the third phase was related to the global depression of the 1930s, the fourth phase was related to the period of government interventionism in the 1950s and 1960s, the fifth phase was related to the fallback and collapse of the Communist bloc at the end of the 1980s, the sixth phase was related to the Asian and Latin American economic crisis in the of 1990s , and the seventh phase was more related to the world financial crisis of 2007.

4- The limit of government role evolved over centuries , as follows: it was minimum one in the first phase , it was small role in the second phase , it was big one in the third phase , it was maximum role in the fourth phase , it was a new shape of minimum role in the fifth phase, it was fluctuated between a new shape of small role and minimum role in the sixth phase, and it was moderate role in the seventh phase.

References

1- The world financial crisis of 2007-2010, <http://en.wikipedia.org/> April 2010

2- Denhard Robert B. and Denhard Janet V. , public administartion –An action orientation (Belmont: Thomson Wadsworth, 2009)

3- Rita Török , The Newinstitutional approach, volme4 , number1(Miskoic:European Integration studies , 2005)

4- Judy Fenelon, Economic governance and the Asian crisis An evaluation of the Australian aid program's response Quality Assurance Series, No. 30 April 2003.

5- Classical liberalism , <http://en.wikipedia.org/> April 2010

6- Social liberalism , <http://en.wikipedia.org/> April 2010

7- Ordoliberalism , <http://en.wikipedia.org/> April 2010

8- Keynesian economics, <http://en.wikipedia.org/> April 2010

9- Embedded liberalism , <http://en.wikipedia.org/> April 2010

10- New Keynesian economics , <http://en.wikipedia.org/> April 2010

11- New institutional economics , <http://en.wikipedia.org/> April 2010

الإطار الفكري للأزمات الاقتصادية:

الأزمة الاقتصادية الحالية أنموذجاً

د أنور محمود النقيب¹

ملخص الدراسة

تقوم الدراسة الحالية بدراسة الأزمة الاقتصادية والمالية الحالية في الإطار الفكري والعملية للأزمات الاقتصادية والمالية. وتهدف الدراسة إلى اختبار فرضية "أن الأزمة الراهنة ليست سوى حلقة ضمن حلقات الدورة الاقتصادية المستمرة والتي لن تتوقف أبداً". وقد توصلت الدراسة إلى أن الأوضاع الاقتصادية دائمة التغير، سواء كان هذا التغير بصورة دورية أو غير دورية، حيث تكمن جذور الأزمات في طبيعة الأنظمة الاقتصادية وخاصة الرأسمالية. والحركة المستمرة للظروف الاقتصادية تنعكس أيضاً على الفكر الاقتصادي، الذي يسعى للتعامل مع الأوضاع الجديدة. المشكلة الاقتصادية الرئيسية ليست في وجود الأزمة نفسها، ولكن المشكلة هي عدم وجود سياسات للتعامل مع هذه الأزمة، وبالتالي، فإن الكفاءة في التعامل مع مثل هذه الأزمات تتركز في كيفية التنبؤ بها قبل وقوعها لتحديد آثارها إذا وقعت. والأزمة الحالية حلقة من الدورة الاقتصادية، وتقع في القطاع الحقيقي، ولن يتم حلها نهائياً من خلال التركيز على القطاع المالي فقط دون القطاع الحقيقي.

Summary

The study examined the current economic and financial crisis in the conceptual and practical framework of economic and financial crises. The study aims to test the hypothesis "that the current crisis is just one part of a series continuing the economic cycle, which will never stop. The study finds out that the economic situations are dynamic, That is, they change whether that change periodically or non-periodic, Where lies the root of the crises in the nature of economic systems and especially capitalism. The continuous movements of the economic conditions are reflected on the economic thought, which is trying to deal with new situations. The main economic problem is not in a crisis itself, but the problem is the lack of policies to deal with this crisis, Thus, the efficiency in dealing with such crises are concentrated in the ways of predicting them before they occur to neutralize their effects if they occur. The current crisis episode of the economic cycle, and it lies in the real sector, and will not be finally resolved by focusing on the financial sector just below the real sector.

مقدمة

تأتي الدراسة الحالية في سياق ردود الأفعال العلمية للأزمة الاقتصادية والمالية الحالية التي اندلعت في عام ٢٠٠٨، حيث أدت قوة تلك الأزمة إلى قيام العديد من المحللين سواء

1 مدرس الاقتصاد، كلية العلوم الإدارية، أكاديمية السادات للعلوم الإدارية، مصر.

Email: anawr@cabinet.gov.eg

المتخصصين في علم الاقتصاد أو غير المتخصصين إلى التحليل والتقييم، وقد كانت معظم التحليلات والدراسات حول الأزمة انعكاساً للمنطلقات الفكرية والإيديولوجية لكتابها ومفكرها، حيث ساعدت الأزمة علي عودة النقاشات الإيديولوجية مثل الأزمة الهيكلية للنظام الرأسمالي، أو الأزمة الدورية للرأسمالية، أو سقوط النموذج الليبرالي وعودة التأميم والاشتراكية الخ. وقد انحصرت الآراء في الأزمة الحالية في المروحة بين طرفي نقيض، حيث الطرف الأول المعادي للرأسمالية إلى الأزمة نبؤه صادقة إلى انهيار الرأسمالية في الواقع العملي، حيث أنها ضربة موجعة هددت معها بانهيار المفاهيم الاقتصادية الراسخة مثل الحرية الاقتصادية وفاعلية قوى السوق ومفهوم الدولة الحارسة التي قامت عليها دعائم إقتصاديات الدول الرأسمالية، كما أن ما حدث كان نتيجة لخلل هيكلي في بنية النظام الرأسمالي نتج عن الإفراط في تبني مفهوم الحرية الاقتصادية وفاعلية قوى السوق في توجيه الاقتصاد لما يحقق النمو والرفاهية. أما أنصار الرأسمالية فيرون أن الأزمة أن الأزمة الحالية ما هي إلا مكون طبيعي من مكونات الرأسمالية القادرة علي تجديد نفسها باستمرار، كما أن النموذج ذاته لا يزال يحظى بقدرة تدافعية داخلية تجعله الأكثر كفاءة على تصحيح مساره والصمود في وجه أزماته، وهو ما لم يتوافر لأي نموذج أيديولوجي من قبل، فضلاً عن أن منظومة القيم الليبرالية لا تزال الأكثر جذباً للكثيرين حول العالم. بالإضافة إلى أن النظام الرأسمالي لا يزال يمتلك قدرة فائقة على تدبير أحواله وإدارة أزماته توفرها له كميات هائلة من القاعدة المادية والمالية والتكنولوجية.

وفي خضم الزخم الفكري والعملي الحالي حول الأزمة الاقتصادية والمالية العالمية، توجد أهمية لدراسة علمية تهدف إلى دراسة الأزمة الحالية في سياق التطور التاريخي للواقع الاقتصادي للبشرية، ووضعها في إطارها الفكري المناسب. حيث يرى الباحث أنه لن يستقيم فهم الأزمة الراهنة ما لم نضعها في السياق التاريخي الأوسع للآزمات في النظام الاقتصادي الدولي والعودة إلى التاريخ سواء من الناحية الفكرية أو من الناحية الواقعية. وتقوم الدراسة علي اختبار فرضية "أن الأزمة الراهنة ليست سوى حلقة ضمن سلسلة حلقات الدورة الاقتصادية المستمرة والتي لن تتوقف أبداً، حيث تكمن جذور الآزمات في طبيعة الأنظمة الاقتصادية وخاصة الرأسمالية". ولتحقيق هدف الدراسة تم تقسيمها إلى خمسة أقسام رئيسية بالإضافة إلى المقدمة والنهاية، ويتناول القسم الأول دراسة هل النشاط الاقتصادي استاتيكي أم ديناميكي، أما القسم الثاني فيركز علي نظريات الآزمات الاقتصادية، يليه القسم الثالث فيدرس الإطار الفكري للآزمات المالية، أما القسم الرابع فيقوم بتحليل دورية الفكر الاقتصادي كانعكاس للواقع العملي، وفي النهاية يقوم القسم الخامس بتحليل ودارسة الأزمة الاقتصادية الحالية في سياق الآزمات الاقتصادية.

أولاً: النشاط الاقتصادي بين الاستاتيكية والديناميكية

يركز هذا الجزء علي تحليل ودراسة الأوضاع الاقتصادية وما إذا كانت تلك الأوضاع استاتيكية (أي أنها ثابتة علي وضع معين ولا تتغير مع الزمن أو أنها ذات اتجاه تصاعدي/تنازلي دائم) أم أنها ديناميكية (أي تغير مع الزمن ما بين الصعود والهبوط). وتشير الأدبيات الاقتصادية

إلى أن الأوضاع الاقتصادية تخضع لقانون التطور الدوري، ويمكن تعريف الدورة الاقتصادية أنها تقلبات منتظمة بصورة دورية في مستوى النشاط الاقتصادي، أو بأنها تقلبات في النشاط الاقتصادي الكلي مثل مستويات الإنتاج والعمالة والأسعار. وتعد الدورة الاقتصادية السمة الملزمة لهذا الاقتصاد، فهو ينتقل من الانتعاش إلى الركود ثم يعود فينهض من ركوده وهكذا. والدورة في الاقتصاد الرأسمالي هي مرحلة من الزمن تبدأ مع بداية أزمة وتنتهي مع بداية أزمة أخرى، مروراً بأربع مراحل أساسية هي: أزمة (كساد^٢) فانتعاش وانهوض فركود^٣ تعقبه أزمة أخرى، وهكذا تتوالى الحركة الدورية لترسم طريق التطور الرأسمالي. ويجب التنويه إلى أنه على الرغم من أننا نطلق على التقلبات الاقتصادية لفظ "دورات" إلا أن النموذج الفعلي لها غير منتظم على الإطلاق، بحيث لا تتشابه الدورات الاقتصادية وذلك من حيث المدة والآثار وكيفية التنبؤ....^٤، كما أنه لا يوجد اتفاق بين الكتاب على تلك المراحل سواء من ناحية الأسماء أو الأسباب أو المظاهر أو الفترة التي تستغرقها^٥.

وترتبط كل مرحلة من مراحل الدورة الاقتصادية ارتباطاً عضوياً بالمرحلة الأخرى، ففي مرحلتي الأزمة والركود تنخفض أسعار السلع فيزداد الطلب عليها، وينخفض الإنتاج فيقل العرض ويتكيف مع حجم الطلب، وهكذا يتم امتصاص فائض السلع في السوق، ومن جهة ثانية، تنخفض أسعار عناصر رأس المال الأساسي وأجور العمل فيزداد الحافز عند الرأسماليين لزيادة الاستثمارات. فينتج التطور نحو الأعلى، ويزداد الطلب على السلع وتميل الأسعار نحو الارتفاع، فيزداد المردود وتنخفض أسعار عوامل الإنتاج، مما يؤدي إلى انخفاض التكاليف، ويميل الرأسماليون إلى زيادة نشاطهم فيتبدل اتجاه الحركة الهابط نحو الصعود ويبدأ التحول من الأزمة والركود إلى الانتعاش والانهوض. أما الانتقال من الانتعاش والانهوض إلى الأزمة والركود فيتم باتجاه معاكس تماماً. ففي مرحلة النهوض الاقتصادي يزداد الإنتاج، ويفيض عن حاجة السوق فيصبح العرض أكبر من الطلب، وعندما يبلغ الفارق بينهما حداً معيناً تتجه الأسعار نحو الانخفاض، فيقل مردود المؤسسات، في حين يزداد الطلب على عوامل الإنتاج فترتفع أسعارها في السوق، ويؤدي ذلك إلى ارتفاع التكاليف وتدني الطلب الفعال مما يقود إلى كساد السلع ويندفع أصحاب رأس المال إلى تقليص إنتاجهم من جديد فيدخل الاقتصاد الوطني في مرحلة جديدة من

2 يشير المكتب الوطني الأمريكي للبحوث الاقتصادية (NBER) إلى أن زيادة الركود الاقتصادي يمكن أن يؤدي إلى كساد والذي نتاجه قوى وأخطر من الركود الاقتصادي. أكبر ركود اقتصادي شهده للتاريخ هو الركود الاقتصادي عام ١٩٢٩ والمعروف بـ الكساد الكبير، وتتسم تلك المرحلة بانخفاض الأسعار، وانتشار البطالة، وكساد التجارة والنشاط الاقتصادي في عومه

3 يُعرف الركود طبقاً لتعريف المكتب الوطني الأمريكي للبحوث الاقتصادية (NBER) بأنه تحقيق معدلات نمو سلبية لفترتين متتاليتين أو أكثر (الفترة تقدر بربع سنة مالية). أي أن الركود بمعناه الواسع هو انخفاض كبير في النشاط الاقتصادي يستمر لأكثر من بضعة أشهر ويشمل انخفاض الناتج القومي الحقيقي والعمالة والإنتاج الصناعي والمبيعات.

4 سامويلسن و نوردهاوس (٢٠٠٦) علم الاقتصاد، مكتبة لبنان ناشرون، لبنان، ص ٤٩٥-٥٠١

5 حازم الببلاوي، دليل الرجل العادي إلى التعبير الاقتصادي، دار الشروق، ١٩٩٣، ص ٤٩

الركود والأزمة. تتناوب مراحل الدورات الاقتصادية. وتختلف مدة كل مرحلة من المراحل تبعاً لاختلاف شروطها بين بلد وآخر أو من وقت إلى آخر.

والأزمة احد العناصر الحاكمة للدورة الاقتصادية، حيث تتحدد هذه الدورة أساساً بالأزمة، فكل أزمة تنفجر هي نقطة النهاية لدورة مضت ونقطة البداية لدورة مقبلة، وتصبح الأزمة أداة تصحيح تلقائية لمسار الدورة - فعندما يكون الاقتصاد في وضع القمة توجد هناك عوامل ومتغيرات تدفع إلى وضع الانكماش والركود ثم الكساد، وكذلك عندما يكون الاقتصاد في وضع الكساد توجد عوامل ومتغيرات تدفع للتحويل إلى وضع التوسع والانتعاش، ولأن التصحيح لا يحدث في البداية وإنما يحدث في النهاية فإنه يبدو مفاجئاً ويحدث هذه عنيقة في الاقتصاد كله^٦.

وتعرف الأزمات الاقتصادية بأنها اضطراب فجائي يطرأ على التوازن الاقتصادي في بلد ما أو عدة بلدان. وهي تطلق بصفة خاصة على الاضطراب الناشئ عن اختلال التوازن بين الإنتاج والاستهلاك. وتعد الأزمات الاقتصادية أخطر مراحل الدورات الاقتصادية التي تحدث في الاقتصادات الرأسمالية وتنتقل تأثيراتها إلى الاقتصادات الأخرى وحسب درجة الارتباط، ومنشأ كل الأزمات الاقتصادية هو التقلبات الشديدة في بعض أو كل متغيرات طرفي الاقتصاد، الجانب الحقيقي (السلعي) والجانب المالي (النقدي)، وسرعان ما تتفاعل التغيرات في المتغيرات الحقيقية والمالية لتشكل خليطاً من التأثيرات المتبادلة بين جانبي العرض الكلي والطلب الكلي، على اعتبار أن النقود هي حق على الاقتصاد السلعي يتيح لها إشباع الحاجات الأساسية، وبالتالي فالنقود هي أصل مالي ممثل عن الاقتصاد السلعي فالدورة الاقتصادية وتسمى أيضاً بدورة الأعمال تتمثل في التقلبات في اتجاه المتغيرات الاقتصادية الكلية مثل الناتج الكلي والتشغيل والتضخم والبطالة.

وعلى المستوي النظري والعملي يمكن تمييز ثلاثة أنواع من الأزمات الاقتصادية التي يتعرض لها الاقتصاد الرأسمالي وهي: الأزمة الدورية، والأزمة الوسيطة، والأزمة الهيكلية.

■ أما الأزمة الدورية (أزمة فيض الإنتاج) التي تدعى أحياناً «الأزمة العامة» فتصيب تكرار الإنتاج، وتشمل كل عملية تكرار للإنتاج، أو الجوانب الرئيسة فيها: الإنتاج والتداول، الاستهلاك والتراكم. وهذا يعني أن الهزات التي تتولد عن الأزمة الدورية تكون أكثر عمقاً إذا ما ووزنت بغيرها من الأزمات.

■ أما الأزمة الوسيطة، فأقل اتساعاً وشمولاً، ولكنها مع ذلك تمس جوانب ومجالات كثيرة في الاقتصاد الوطني. وتحدث هذه الأزمات نتيجة لاختلالات وتناقضات جزئية في عملية تكرار الإنتاج الرأسمالي: فالأزمات الوسيطة لا يمكن أن تحمل طابعاً عالمياً على النحو الذي يميز الأزمات الدورية العالمية لفيض الإنتاج.

■ أما الأزمة الهيكلية، فتشمل في العادة مجالات معينة أو قطاعات كبيرة من الاقتصاد العالمي، منها، على سبيل المثال، أزمة الطاقة، وأزمة المواد الخام، وأزمة الغذاء، وغيرها. وإذا كانت الأزمة الهيكلية تقتصر على قطاع واحد من قطاعات الاقتصاد فإنه لا بد أن يكون قطاعاً

6 فؤاد مرسي (١٩٩٠)، الرأسمالية تجدد نفسها، سلسلة عالم المعرفة، رقم ١٤٧، ص ٤١٤

مهماً، وأساسياً، كمصادر الطاقة، أو صناعة الحديد والصلب، أو أزمة الغذاء وما إلى ذلك. وتتعكس الأزمات الهيكلية بصفة خاصة في صورة بطالة هيكلية وعجز هيكلية في الموازنة العاملة وميل للتضخم مع الركود^٧.

ويعتقد أغلب الاقتصاديين بضرورة التفريق بين الأزمات الدورية والوسيطية والهيكلية، مستنديين في ذلك إلى عدد من المعايير، أهمها حتمية ظهورها في سياق الدورة الاقتصادية أو عدم حتمية ذلك، وكذلك عمق الأزمة وأثرها في الأطر الوطنية، ثم شمولها أو عدم شمولها كل قطاعات الاقتصاد الوطني. إن كل أنواع الأزمات تعكس تناقضات واختلال توازن في عملية تكرار الإنتاج الرأسمالي، ولكن بأشكال مختلفة، ولها آثارها المختلفة في الاقتصاد العالمي. ففي الأزمات العامة الشاملة للسوق العالمية تبرز كل تناقضات الدولة والاقتصاد الرأسمالي وتعمل فعل العاصفة داخل الدولة وخارجها، أما الأزمات الجزئية (الوسيطية) فتنتقل إلى خارج الدولة مشتملةً، منعزلةً، وحيدة الجانب.

ثانياً نظريات الأزمات الاقتصادية

توجد العديد من النظريات المفسرة للأزمات الاقتصادية، أهمها ما يلي:

١- نظرية اختلال الاستهلاك عن الإنتاج: وترجع تلك النظرية إلى سيسموني (المدرسة الكلاسيكية) حيث تُرجع تلك النظرية الأزمة إلى الاستهلاك الضعيف، أو إلى عدم إشباعه. وقد استند سيسموني إلى بعض أفكار آدم سميث الأساسية، واستنتج، أن على الإنتاج أن يتوافق مع الاستهلاك، وأن الإنتاج يتحدد بالدخل. ورأى أن الأزمة نتيجة لاختلال هذا التناسب، أي نتيجة للإفراط في الإنتاج الذي يسبق الاستهلاك. وأن أساس الأزمة يكمن خارج الإنتاج، وخاصة عندما تتضح في التناقض بين الإنتاج والاستهلاك. وأوضح سيسموني أن الإنتاج يتحدد بالدخل، وأنه هو الهدف الوحيد لتراكم الإنتاج، لذلك يجب على الإنتاج أن يلاءم الاستهلاك.

٢- النظرية الماركسية: وتفسر تلك النظرية أن التناقضات الموجودة في النظام الاقتصادي الرأسمالي هي الأساس في حدوث الأزمات الاقتصادية، مع أن الماركسيون لا يعدّون الأزمات بمثابة حدث طارئ أو مفاجئ في الرأسمالية، وإنما يعتبرونها العنصر الأساس لتنظيمها وضبط آلياتها وعن طريقها تحلّ الرأسمالية وبشكل مؤقت وعابر تناقضاتها، إلا أنها عاجلاً أم آجلاً، ومن خلال أزمة ما وتحت ضغط الطبقة العاملة وما أن يبدأ الركود الاقتصادي ستشهد الرأسمالية انهيارها. وفي الاشتراكية، يظهر الانكماش نتيجة تحديد أهداف للخطط الاقتصادية قاصرة عن استخدام جميع الموارد المتاحة أو لأن الإنفاق الإجمالي أقل من قيمة الناتج الإجمالي. أما في البلدان النامية، فيمكن أن يظهر الانكماش كرد فعل للسياسة الهادفة إلى رفع معدلات التنمية بأساليب تضخمية، مما لا تستجيب له البنية الاقتصادية الاجتماعية، فيقع الانكماش.

٣- نظرية التجديد والابتكار: وتري تلك النظرية أن أسباب الأزمات تعود إلى ديناميكية النظام الاقتصادي في تطور الفنون الإنتاجية المستخدمة، وتفسر الأزمة انطلاقاً من عواملها

7 فؤاد مرسي (١٩٨٠)، مشكلات الاقتصاد الدولي المعاصر، الإسكندرية ص ٦٦.

المسببة المتمثلة في ظهور الاختراعات والابتكارات الجديدة أو الإبداع في المجالات المختلفة. فعندما يكون النظام الاقتصادي في حالة من التوازن الثابت وهو الوضع الذي ينعدم فيه أي نمو (تغير) للنظام الاقتصادي وهي حالة السكون، ولكن فجأة يظهر ما يعرف بالتدمير الخلاق أي يتم التخلص من الطرق القديمة في فعل الأشياء حسب تعبير شومبيتر. والابتكار الذي يمثل الحافز على الحركة والنمو، هو الذي سيكون مسؤولاً عن نمو النظام وحركته تطوره، وهو المسئول أيضاً عن انهياره وتدميره من خلال (الانزلاق) إلى مرحلة أكبر من الحركة والنمو، عندما تعجز الآليات القائمة عن استيعاب كل الابتكارات والاختراعات.

٤- نظرية التغيرات الهيكلية: وترى نظرية التغيرات الهيكلية أن التغيرات في البنى والهيكل هي التي تقف وراء التغيرات والتحولات الاقتصادية، وأن هذه التغيرات الهيكلية هي نتيجة تفاعل ثمانية أنواع من القوى، أربعة منها أساسية أو أولية، وهي التقدم التقني، والنمو السكاني، والتغيرات السياسية والإضرابات، والتأهيل. وأربع قوى ثانوية هي، تطور نظام التسليف وتطور التجمعات، وتوسع الصناعة على حساب الزراعة، والتحولات في توزيع الدخل.

٥- نظرية المغالاة أو الإفراط في الاستثمار: والتي تؤكد أن نهاية مرحلة وبداية مرحلة الانهيار تعودان إلى المغالاة في الاستثمار إلى درجة تزيد عن عرض رأس المال، وأن قوى التطور الاقتصادي طالما أنها لا يمكن أن تأتي منتظمة فإن عدم انتظامها سيؤدي إلى توسع كبير في المعدلات المعتادة للنشاط الاقتصادي، وتتمثل حالات التوسع الكبيرة في فترات من الازدهار والانتعاش تنتهي دائماً إلى حالة الكساد والانهيار. وأن استمرار التوسع الاقتصادي وثباته في مرحلة الانتعاش سيؤديان إلى اتجاه منحنى النشاط الاقتصادي نحو الارتداد إلى مرحلة خطيرة هي الأزمة التي تحدث مصحوبة بخسائر جسيمة وفقدان الثقة وإفلاس الكثير من المؤسسات المالية، والسبب في ذلك هو التقديرات الخاطئة للمنظمين.

٦- النظرية النقدية وهي من بين أهم النظريات التي فسرت الأزمات الاقتصادية بإرجاعها إلى التوسع والانكماش في النقود والائتمان، وتري أن الجانب النقدي هو المسبب الأساسي لكل الأزمات الاقتصادية، مع الإقرار بأن سلوك التغيرات في كمية النقود يتأثر هو الآخر بتحركات المتغيرات غير النقدية كالإنتاج والدخل ومستوى الأسعار والفائدة وتوزيع الدخل والثروة.

٧- نظرية نقص الطلب الفعال (كينز): يفسر كينز الأزمات الاقتصادية بعدم كفاية الطلب، ويؤكد أن سبب الأزمة يكمن في القوانين النفسية التي لا تتبدل ومنها «قانون ميل الناس إلى التوفير». وهكذا يربط كينز السبب الرئيس للأزمة بخصائص طبيعة الإنسان التي لا تتبدل، وفوضى الروح الإنسانية، بدلاً من ربطها بخصائص الاقتصاد الرأسمالي النوعية. ويوضح كينز أن مجموع استهلاك المجتمع يتأخر دائماً عن نمو مجموع الدخل الحقيقي، نتيجة خصائص الأفراد النفسية، ويطالب الدولة بالتدخل لحل قضية استخدام أكبر عدد ممكن من اليد العاملة (نظرية الاستخدام الكامل)^٨.

٨ - جون ماينر كينز، النظرية العامة للتشغيل وأسعار الفائدة والنقود، باريس، ١٩٧٥، ص ٣٦٦.

ثالثاً: الإطار الفكري للآزمات المالية

أ- تعريف الأزمة المالية

تعرف الأزمة المالية بأنها الانخفاض المفاجئ في أسعار نوع أو أكثر من الأصول. والأصول إما رأس مال مادي يستخدم في العملية الإنتاجية مثل الآلات والمعدات والأبنية، وإما أصول مالية، هي حقوق ملكية لرأس المال المادي أو للمخزون السلعي، مثل الأسهم وحسابات الادخار مثلاً، أو أنها حقوق ملكية للأصول المالية، وهذه تسمى مشتقات مالية، ومنها العقود المستقبلية (للفظ أو للعمليات الأجنبية مثلاً) فإذا انهارت قيمة أصول ما فجأة، فإن ذلك قد يعني إفلاس أو انهيار قيمة المؤسسات التي تملكها وقد تأخذ الأزمة المالية شكل انهيار مفاجئ في سوق الأسهم، أو في عملة دولة ما، أو في سوق العقارات، أو مجموعة من المؤسسات المالية، لتمتد بعد ذلك إلى باقي الاقتصاد قد يحدث مثل هذا الانهيار المفاجئ في أسعار الأصول نتيجة انفجار فقاعة سعرية مثلاً. والفقاعة المالية أو السعرية، أو فقاعة المضاربة كما تسمى أحياناً، هي بيع وشراء كميات ضخمة من نوع أو أكثر من الأصول المالية أو المادية، الأسهم أو المنازل مثلاً، بأسعار تفوق أسعارها الطبيعية أو الحقيقية.

ب- ارتباط الأزمة المالية بالأزمة الاقتصادية

ترتبط الأزمة المالية ارتباطاً وثيقاً بالأزمة الاقتصادية، حيث يشير البعض إلى أن الاضطراب الحاد والمفاجئ في بعض للتوازنات الاقتصادية يتبعه انهيار في عدد من المؤسسات المالية تمتد آثاره إلى القطاعات الأخرى. فبعد مرور الاقتصاد بمرحلة كساد، تفضل الشركات تمويل أنشطتها بحرص وعدم تحمل مخاطر كبيرة في تعاملها مع القطاع المالي، وهو ما يسمى "التمويل المتحوط". وفي إبان مرحلة النمو، تبدأ التوقعات المتفائلة في الارتفاع على السطح وتتوقع الشركات ارتفاع الأرباح، ومن ثم تبدأ في الحصول على التمويل والتوسع في الاقتراض بافتراض القدرة المستقبلية على سداد القروض بلا مشكلات نكر. وتنتقل "عدوى" التفاؤل بدورها بعد ذلك إلى القطاع المالي، ويبدأ المقرضون في التوسع في إقراض الشركات دون تحوط كاف أو التحقق من قابلية استرداد القروض مجدداً، ولكن بناءً على قدرة تلك الشركات على الحصول على تمويل مستقبلي نظراً لأرباحهم المتوقعة. وفي ذلك الوقت يكون الاقتصاد قد تحمل مخاطرة بشكل معنوي في نظام الائتمان. وفي حال حدوث مشكلة مادية أو أزمة مالية لكيان اقتصادي كبير يبدأ القطاع المالي في الإحساس بالخطر مما يؤثر على قابليته للإقراض، الأمر الذي يؤثر بدوره على قدرة معظم للكيانات الاقتصادية على سداد التزاماتها، وتبدأ الأزمة المالية التي قد لا يتمكن من ضخ أموال في الاقتصاد من حلها، وتتحول إلى أزمة اقتصادية تؤدي لحدوث كساد ويعود الاقتصاد لنقطة البداية مجدداً. وتشير بعض الدراسات إلى أنه ينبغي علينا تنبؤ فرضية عدم استقرار الأسواق المالية كفرضية أساسية لكيفية عمل نظامنا المالي الحالي في الواقع وذلك حتى ظهور أفكار أفضل، ثم ينبغي علينا أن نستخدم ذلك كنقطة بداية نفكر من خلالها في أفضل طريقة لإصلاح سياستنا الاقتصادية الكلية⁹.

9 جورج كوبر (٢٠٠٩)، الأزمة المالية العالمية وخرافة السوق الكفاء، نهضة مصر للطباعة والنشر والتوزيع،

ج- أنواع الأزمات المالية

١- الأزمات المصرفية: تعرف أزمات البنوك أو الأزمات المصرفية بأنها الحالة التي تصبح فيها البنوك في حالة إعيار مالي بحيث يتطلب الأمر تدخلا من البنك المركزي لضخ أموال لهذه البنوك أو إعادة هيكلة النظام المصرفي، ويعرف البعض الآخر الأزمة المصرفية^{١٠} بأن الدولة تكون فيها أزمة مصرفية حينما تكون الالتزامات الموجودة في المؤسسات المالية والتي تكون الجزء الأكبر من النظام المصرفي تفوق قيمة الأصول المقابلة لها للدرجة أن يكون دخل النظام المصرفي غير كاف لتغطية نفقاته، وتنقسم الأزمة المصرفية إلى إعيار وأزمة سيولة، وهناك من ينظر إلى الأزمة المالية المصرفية بأنها فترة تكون فيها معظم البنوك في حالة عدم سيولة أو إعيار^{١١}. ومن التعريفات السابقة يتضح لنا أن مشاكل السيولة والإعيار تعتبر من الملامح أو المظاهر العامة للأزمات المالية، ويتم التفرقة بين أزمة السيولة والإعيار باعتبار أنه في الحالة الأولى (أزمة السيولة) يكون البنك غير قادر على الوفاء بالتزاماته العاجلة تجاه دائنيه حتى لو كانت القيمة الحالية لأصوله موجبة بمعنى أنه لا يملك الأموال الكافية لمواجهة طلبات سحب المودعين في لحظة ما، على الرغم من أنه يمكنه القيام بذلك في أوقات أخرى ، أما الإعيار فهو أشد خطورة فالالتزامات للبنك تفوق القيمة الحالية للأصول ويكاد يكون البنك في حالة إفلاس فعلي^{١٢}، ولا يقتصر الأمر على هاتين الظاهرتين للمصاحبتين للأزمات المالية بل هناك مظاهر أو أعراض أخرى بعضها يرجع لعوامل خارجية والبعض الآخر لعوامل داخلية ، وتشير معظم الدراسات إلى وجود مزيج من هذه العوامل مثل تدهور معدلات التبادل الدولي، الارتفاع الحاد في أسعار الفائدة الدولار الأمريكي ، تباطؤ أداء الاقتصاد العالمي، تزايد العجز المالي الداخلي، انخفاض قيمة العملة ، وقد وضعت أزمة شرق آسيا في ٩٧-١٩٩٩ أسواق المال في بؤرة الاهتمام^{١٣}.

٢- أزمات العملة وأسعار الصرف: تحدث أزمات العملة وأسعار الصرف عندما تتغير أسعار الصرف بسرعة بالغة بشكل يؤثر على قدرة العملة على أداء مهمتها كوسيط للتبادل أو مخزن للقيمة، لذلك تسمى هذه الأزمة أيضاً بأزمة ميزان المدفوعات. وتحدث تلك الأزمات لدى اتخاذ السلطات النقدية قرار بخفض سعر العملة نتيجة عمليات المضاربة، وبالتالي تحدث أزمة قد تؤدي لانخفاض سعر تلك العملة. بعض تلك الأزمات لها أثر محدود على القطاع غير المالي، أما البعض الآخر فيلعب دوراً أساسياً في تباطؤ النمو الاقتصادي وحدوث الانكماش بل قد تصل إلى درجة الكساد. ويرى البعض أن انخفاض العملة بنسبة تزيد عن ٢٥% على مدار سنة كاملة كي يمكن القول أن هناك أزمة عملة، وإن يكون قد مضى ثلاث سنوات على آخر أزمة عملة، وهناك من يرى أن التدهور في قيمة العملة الذي يعد كأزمة بحوالي ١٠% فقط^{١٤}. وبالنسبة إلى أسباب

10 Patric T . Downes, David Martson and Inci Otker , " Mapping Financial Sector Vulnerability in non-Crisis Country" IMF Discussion Paper 1999

11 Demerguc Kunt et als., " Inside the Crisis: An Empirical Analysis of Banking Systems in Distress" IMF Working paper wp/00/56 oct. 2000

12 Manmohan S Kumar et als., "Global Financial Crisis: Institutions Vulnerability" IMF Working Paper wp/00 /105

13 Barry Jhonston, Jingqing Chai and Liliana Scumacher, "Assessing Financial System Vulnerability" IMF Working Paper wp/00/76 April 2000

14 Frankel, J., (2005), "Mundell-Fleming Lecture: Contractionary Currency Crashes in Developing Countries", *IMF Staff Papers*, Vol.52, Iss. 2; Washington, pp. 149- 184.

أزمات سعر الصرف، فيمكن التفرقة بين ثلاث نظريات، وذلك كما يلي¹⁶:

■ نظريات الجيل الأول: قدمت نظريات الجيل الأول تفسير اضطرابات أسواق العملات بدول أمريكا اللاتينية في السبعينات والثمانينات، والتي تتلخص في عدم توافق التوسع النقدي مع نظام أسعار الصرف الثابتة¹⁷. بل إن من الدراسات الحديثة ما أصلت لأثر التوسع المالي (عجز الموازنة) علي أزمات الصرف، فإذا ما تواكب هذا العجز مع تدهور في الاحتياطيات الخارجية فإن المضاربات كفيلة بتدهور قيمة العملة الخارجية بشكل كبير. أن عدم التوافق بين سياسات التوسع المالي والنقدي تؤديان إلى زيادة العجز الخارجي، ومع تطبيق نظام سعر الصرف الثابت فإن تدهور الاحتياطيات الخارجية وحده كفيل بالتبنيه لقرب الأزمة، وهو ما يدفع إلى إشعال المضاربات علي قيمة العملة فتحدث الأزمة¹⁸.

■ نظريات الجيل الثاني: قدمت نظريات الجيل الثاني لشرح الأزمات المالية أوائل التسعينات حيث لعب المضاربين الدور الأهم في أزمات الصرف تلك، فقد لجأت دول عديدة إلى زيادة المعروض النقدي بهدف تحقيق النمو الاقتصادي، فإذا تواكب هذا التوسع مع نظام ربط العملات فإن الانهيار حتمي بمجرد فقدان الثقة في الاقتصاد حيث تنشط المضاربات علي أسعار العملات لتؤدي إلى أزمة العملة، كما أن عدوي الأزمات تعلب دورها في هذا الصدد¹⁸. وقد توصلت دراسات عدة إلى أن المشكلة في أزمات العملة والأزمات المالية تكمن في طبيعة النظام المالي أكثر من مشكلة نظام ربط العملات¹⁹.

■ نظريات الجيل الثالث: يعتمد الجيل الثالث لنظرية أزمات العملة علي عدم التوازن بين عدد من المتغيرات الاقتصادية (مثل الديون قصيرة الأجل والاحتياطيات من العملات الأجنبية) كأساس لتفسير المضاربة علي أسعار العملات التي غالبا ما تنتهي بأزمات العملة²⁰. ويرى آخرون أن هناك سببين رئيسيين للازمات المالية في أواخر التسعينات، الأول: الشهوات الناتجة عن التوسع الكبير، فالزيادة الكبيرة في تدفقات الحافزة - الناتجة عن الفروق الكبيرة في معدلات الفائدة ونظام ربط العملات - قد حسنت من التوقعات التفاؤلية، ووفرت عائدا كبيرا للاستثمار المالي. الثاني: أن التدفقات الكبيرة قد أدت إلى تراخي في قواعد الحيلة والحذر للاستثمار المالي، وتدهور في محافظ القروض بالمؤسسات المالية، فزادت القروض التي أدت لأزمات البنوك وأخيرا انتهت بانهيار أسعار العملات، وهذا الأخير في ظل مديونيات بالعملات الأجنبية قد ضاعف من قيمة هذه الديون بالعملات المحلية المنهارة.

16 Krugman, P., (1979), "A Model of Balance-of-Payments Crises", *Journal of Money, Credit and Banking*, pp. 311-325

17 Burnside, C., Eichenbaum, M., and Rebelo, S. (2001), "Prospective Deficits and the Asian Currency Crisis", *Journal of Political Economy*, Vol. 109, pp. 1155-1197.

18 Pesenti, P., and Tille, C., (2000), "The economics of currency crises and contagion: An introduction", *Economic Policy Review - Federal Reserve Bank of New York*; Sep; Vol. 6, No. 3, p. 3.

19 Calvo, G. and Mishkin, F. (2003), "The Mirage of Exchange Rate Regimes For Emerging Market Economies", NBER Working Paper, No. 9808, Cambridge, Mass.

20 Anieshm G., (2006), "Anatomy of a currency crisis: Turkey 2000-2001", *International Journal of Emerging Markets*, Bradford, Vol.1.

٣- أزمات أسواق المال: تعرف أزمات أسواق المال بأنها عن اضطراب في أسواق المال والذي يكون فيه سوء الاختيار والمخاطر المعنوية *Moral Hazards* سيئة لدرجة أن سوق المال يكون غير قادر على توجيه الأموال بكفاءة إلى هؤلاء الذين يكون لديهم أفضل الفرص الاستثمارية²¹. وتحدث العديد من الأزمات في أسواق المال نتيجة ما يعرف اقتصادياً بظاهرة "الفقاعة" *"bubble"*. حيث تتكون "الفقاعة" عندما يرتفع سعر الأصول بشكل يتجاوز قيمتها العادلة، ويكون الارتفاع غير مبرر. وهو ما يحدث عندما يكون الهدف من شراء الأصل - كالأسم على سبيل المثال - هو الربح الناتج عن ارتفاع سعره وليس بسبب قدرة هذا الأصل على توليد الدخل. في هذه الحالة يصبح انهيار أسعار الأصل مسألة وقت عندما يكون هناك اتجاه قوياً لبيع ذلك الأصل فيبدأ سعره في الهبوط، ومن ثم تبدأ حالات الذعر في الظهور فتتهار الأسعار ويمتد هذا الأثر نحو أسعار الأسهم الأخرى سواء في نفس القطاع أو القطاعات الأخرى. ومن التفسيرات الحديثة للأزمة المالية ما طرحته نظرية المباريات *"game theory"* تحت ما يعرف "بمباريات التنسيق بين اللاعبين في الأسواق المالية" *Coordination Games*. إذ تؤكد أدوات التحليل الإقتصادي وجود علاقات موجبة بين القرارات التي يتخذها لاعبو الحلبة الاقتصادية (المضاربون، المستثمرون،....). فقد يكون قرار المستثمر في كثير من الأحيان باتخاذ الاتجاه الذي يتوقع هذا المستثمر الآخرين أن يتخذه. بمعنى آخر، قد يكون قرار شراء أصل ما، بناءً على التوقع بأن قيمة ذلك الأصل ستزداد، وأن له القدرة على توليد دخل مرتفع. بينما في أحيان أخرى قد يتخذ المستثمر القرار ذاته نظراً لتوقعه قيام المستثمرين الآخرين بأخذ ذات القرار، حينئذ، تبدو الصورة مختلفة. وقد أكدت بعض النماذج الرياضية التي استخدمت لتحليل أزمات العملة مثل نموذج "بول كروجمان" ذلك السلوك. على سبيل المثال أن نظام سعر الصرف الثابت قد يحتفظ باستقراره لفترة طويلة، ولكن قد يحدث له انهيار سريع لمجرد وجود عوامل قد تسبب أن يتوقع الآخرون انخفاض سعر الصرف، ومن ثم يبدأ السعر في الانخفاض وربما الانهيار فعلياً. ويحدث انهيار الأسواق المالية ظاهرة عادة بعد فترة طويلة من الانتعاش تصل فيها مكورات الأرباح ومعدلات العوائد إلى معدلات مرتفعة نسبياً بما لا يتناسب مع القيمة الحقيقية للشركات وتنتهي إلى حدث أو أحداث اقتصادية تؤدي إلى عمليات بيع مكثفة للخروج بأقل خسائر ممكنة (هلع) ما يؤدي إلى انحدار حاد في القيم السوقية للشركات ولمؤشرات الأسواق المالية. وهنا قد يتعجب الكثيرون من حدوث ذلك الانهيار أحياناً على الرغم من متانة العوامل الأساسية للاقتصاد أو حتى العوامل الأساسية للشركات نفسها. كما أن النظريات المالية والاقتصادية المستندة بشكل أساسي إلى افتراض السلوك العقلاني للأفراد تعجز عن تفسير مثل هذه الظاهرة. لكن التعامل مع مثل هذه الأزمات ومحاولة تفسيرها يجب أن يتم في إطار التفسير الاجتماعي والسلوكي لمثل هذه الظواهر.

رابعاً: دورية الفكر الاقتصادي كانعكاس للواقع العملي

21 Fredric Mishkan, "Financial Policies and the Prevention of Financial Crises in Emerging Market Countries" A Paper of the NBER Conference, Economics of Financial Crises in Emerging Market Countries, Woosstock, Vermont, Oct 19 -21 2000

يشير التاريخ الاقتصادي إلى سيطرة فكر معين تؤمن به الطبقة الحاكمة على أنه الأفضل حيث أنه يحقق لها أغراضها سواء كانت أغراض خاصة أو أغراض إدارة الشؤون الاقتصادية للدولة ومن ثم يجب وضع السياسات الاقتصادية بناءً على تلك الأفكار، وبناءً على ذلك يتم تطبيق تلك السياسات في الواقع، وتسير الأمور إلى أن تخلق أوضاع حرجية تستوجب إتباع سياسات أخرى للخروج من هذه الأوضاع. ومن ثم يحدث انقلاب على الأفكار القديمة، ويكون التركيز في الأفكار الجديدة على إيديولوجيات مخالفة لتلك القائمة، وهكذا..... ومن ثم يمكن الوصول إلى الدورية لا تحكم الأوضاع الاقتصادية فقط ولكنها تحكم أيضاً الفكر الاقتصادي والذي يأتي دائماً انعكاساً للأوضاع الاقتصادية في أرض الواقع، وإجمالاً يمكن تلخيص دورية الفكر الاقتصادي بين تدخل الدولة في الحياة الاقتصادية وعدم تدخل الدولة، وما يرتبط بكل منها من سياسات وبرامج وأدوات تنفيذية. ويمكن استعراض دورية الفكر الاقتصادي كانعكاس للواقع الاقتصادي كما يلي:

أ- الدولة الحارسة في الفكر الاقتصادي الكلاسيكي كانعكاس للواقع الاقتصادي قبل ثلاثينات القرن العشرين: ظهر فكر التجاريين عند مطلع القرن الخامس عشر وذلك بعد أزمة ارتفاع الأسعار في الدول الأوروبية بسبب زيادة تدفق المعادن الثمينة إلى اقتصاديات تلك الدول، مما جعل هذه الأخيرة تعطي أهمية بالغة لتوازن موازين مدفوعاتها، ولذلك كان اهتمام التجاريين هو تحقيق فائض في الإنتاج بهدف التصدير، الأمر الذي جعلهم ينادون بأهمية النشاط التصديري، كما نادوا بمبدأ الحرية الاقتصادية وعدم تدخل الدولة في النشاط الاقتصادي، حيث ساد الظن بأن كل فرد أجدر بتحقيق مصلحته وأن المصلحة العامة ليست إلا مجموع مصالح الأفراد، الأمر الذي قلص دور الدولة إلى مجرد اتخاذ الإجراءات التي تكفل حماية مصالح الأفراد داخلياً وخارجياً^{٢٢}. وقامت أفكار الكلاسيك على أن هناك قوى ذاتية قوية تمنع حدوث فترات الركود الطويلة في الاقتصاد، وعليه فإن الاقتصاد في ظل نظام السوق لديه الآلية الذاتية لإعادة توازنه وعلى ذلك فإن هذه القوى الذاتية تستطيع التغلب على الهزات التي تحدث بالاقتصاد الوطني وتحركه نحو التوازن العام، وقد ترتب على ذلك أن وظيفة الدولة هو القيام بأعمال الأمن والحماية والعدالة والدفاع أي أنها تكون حارسة للنشاط الاقتصادي، ولا مانع في إقامة بعض المشاريع العامة. وطالبت النظرية عدم تدخل الدولة في النشاط الاقتصادي لإيجاد هذا التوازن، لأن تدخلها يؤدي إلى عرقلة وإرباك عمل تلك الآليات وفقدان دورها المناسب في تفعيل الأنشطة وإيجاد التوازن المطلوب^{٢٣}. وقد سادت أفكار الكلاسيك منذ عام ١٧٧٦ إلى منتصف القرن التاسع عشر، وقد كان معظم الكلاسيك من بريطانيًا وكانت سياسة حرية التجارة المقترنة بحد

22 جورج نايهانز (١٩٩٧) تاريخ النظرية الاقتصادية والإسهامات الكلاسيكية (١٧٧٢-١٩٨٠)، ترجمة دكتور أحمد صقر أحمد، المكتبة الأكاديمية، القاهرة، ١٩٩٧، ص ٤٣-٥٠.

23 محمد سيد رصاص (٢٠٠٠) تدخلية الدولة في الاقتصاد: كينز وخصومه، الحوار المتمدن - العدد: ٢٤٥٨ -

<http://www.ahewar.org/debat/show.art.asp?aid=152644> - ٧ / ١١ / ٢٠٠٨

ادني من التدخل الحكومي تلاءم بوجه خاص المصالح البريطانية في ذلك الوقت^{٢٤}.

٢- الدولة المتدخلة في الفكر الكينزي والاشتراكي كانعكاس للآزمة الاقتصادية عام ١٩٢٩.

سادت أفكار الكلاسيك لفترة طويلة إلا أن حدثت مشكلة الكساد الكبير عندها بدأ الاقتصاديون يتشككون في صحة النظرية الكلاسيكية بعد عجز اقتصاديات الدول عن إعادة توازنها بطريقة آلية كما كان يدعى الكلاسيك. فعندما حصلت الأزمة المالية عام ١٩٢٩ والكساد العالمي الذي أعقبه في ثلاثينيات القرن المنصرم، لم تتمكن آليات السوق الخفية التي أشارت إليها النظرية الكلاسيكية من إعادة التوازن لقوى السوق ومعالجة تأثيرات ظاهرة التضخم والانكماش على الأنشطة الاقتصادية، وعندما تعاضمت الأزمة واستفحل أمرها لم ينفذ تدخل الدولة التي اضطرت لاحقاً للتدخل من إعادة التوازن المطلوب، وحصل ما حصل في حينه من حالة كساد كبرى وتعطيل عجلة الإنتاج في مجمل الأنشطة الاقتصادية والمالية وانتشار البطالة بشكل واسع. استناداً لذلك حصل انقلاب على أفكار النظرية الكلاسيكية وحلت بدلاً عنها النظرية الكينزية التي طالبت بتدخل الحكومة بقوة لإيجاد التوازن في السوق، وحددت عدد من الآليات التي تستطيع بموجبها تحقيق التوازن المطلوب أهم تلك الآليات هو زيادة الإنفاق الحكومي العام لسد النقص في إنفاق القطاع الخاص لضمان مستوي كاف من الطلب الفعال^{٢٥}، بما يؤدي إلى دفع الطلب الكلي إلى الأعلى وما يتبعه من خلق طلب يؤدي إلى تنشيط الإنتاج وتشغيل عجلة الاقتصاد والقضاء على حالة الكساد والبطالة. وقد جاءت أفكار كينز معاكسة تماماً لأفكار الكلاسيك، التي رسمت السياسات الحكومية الواجبة الإلتزام للخروج من الأزمة. وقد كانت لأفكار كينز بخصوص قيام الدولة بدور نشط في الحياة الاقتصادية دور فعال في رسم خصائص السياسة الاقتصادية التي أتهجت بها بلدان العالم في العقدين التاليين للحرب العالمية الثانية^{٢٦}. ومن الناحية الأخرى، سادت بعد الحرب العالمية الأولى مبادئ الاقتصاد الاشتراكي حيث ارتبط دور الدولة بالإحلال محل قوى السوق، وعندها بدأ ينتشر مفهوم الدولة المنتجة أو الدولة الاشتراكية، الأمر الذي دعم انتشار أسلوب التخطيط المركزي على الصعيدين العملي والأكاديمي وكان من بين الدول التي تبنت هذا الاتجاه عدد من دول العالم الثالث. وقد ترتب على ذلك مجموعة من النتائج من أهمها:

■ ضرورة تدخل الدولة في النشاط الاقتصادي عن طريق إقامة بعض المشاريع العامة لتحريك النشاط الاقتصادي من الركود ويتم ذلك من خلال الإنفاق باعتباره المضخة التي تنشط الدورة الدموية للنشاط الاقتصادي. وقد ترتب على ذلك أن وظيفة الدولة تغيرت، حيث أصبح لها دوراً متزايداً في النشاط الاقتصادي والاجتماعي، بالإضافة إلى الوظائف التقليدية للدولة التي كانت موجودة مثل الأمن والحماية والعدالة وإقامة المرافق العامة.

■ المبدأ السائد في مجال المالية العامة للدولة هو التخلي عن الحياد المالي وإحلال المالية

24 جلال أمين (٢٠٠٧)، كشف الأقنعة عن نظريات التنمية الاقتصادية، دار الشروق، ص ١٥

25 حازم البيلالي (١٩٩٦)، دور الدولة، دار الشروق، ص ٣٥-٣٧.

26 أولريش شيفر (٢٠١٠) انهيار الرأسمالية، أسباب اخفاق السوق المحررة من القيود، ترجمة دكتور عدنان عباس علي، عالم المعرفة، الكويت، يناير، ص ٤٨

الوظيفية محله والذي يقرر بتحديد الإنفاق العام المطلوب أولاً ولا مانع أن يتحدد إنفاق عام أكبر من الإيرادات العامة.

■ إن هدف السياسة المالية والنظام المالي هو إحداث التوازن المالي وأيضاً إحداث التوازن الاقتصادي والاجتماعي. مما سبق يتضح أن دور الدولة في النشاط الاقتصادي قد ازداد بصورة كبيرة جداً ومنه أصبحت مالية الدولة ذات وزن كبير^{٢٧}.

٣- الدولة الحارسة- عود علي بدء- في الليبرالية الجديدة كانعكاس لأزمة النموذج الكينزي منذ سبعينيات القرن الماضي، حتى (٢٠٠٨)، وإرهاصات الأزمة الحالية: عند نهاية السبعينيات شهد العالم تغيرات فكرية وسياسية واقتصادية واسعة ساعدت في تراجع الإيديولوجيات التي تؤدي إلى توسيع دور الدولة وفي المقابل برز اهتمام واسع لتقليص وظائف الدولة إلى أدنى مستوى، وذلك إثر المشاكل التي تعرضت لها اقتصاديات الدول التي أخذت بمبدأ الاقتصاد الاشتراكي مثل التضخم والبطالة والمديونية الخارجية وغيرها بسبب سياسات هذا النظام وبعد ثلاثة عقود على نهاية الحرب عام ١٩٤٥، بدأت تظهر ملامح الأزمة في النموذج الكينزي مع مظاهر الركود الاقتصادي والتضخم النقدي بالسبعينيات على إثر ارتفاع أسعار النفط وازدياد المصروفات العسكرية مع اشتداد الحرب الباردة^{٢٨}. ترافق هذا مع ظهور بداية مد يميني جديد تمثل في (الليبرالية الجديدة) والمدرسة النقدية^{٢٩}

وقد كان أهم ما يميز الأزمة الاقتصادية في السبعينيات هو ظاهرة الركود التضخمي وهو ما عجز عن تفسيره الاقتصاديون الكينزيون على اعتبار أن أفكار كينز كانت تقول إن زيادة الطلب فوق الاستخدام تؤدي إلى التضخم ونقص الطلب دون الاستخدام يؤدي إلى البطالة. وأمام هذا العجز تفوقت الأطروحات الليبرالية وأفكار النقيدين أتباع مدرسة شيكاغو الذين اعتقدوا عدة معتقدات مخالفة للأفكار الكينزية، وذلك كما يلي:

■ أن الأزمة الاقتصادية هي أزمة الدولة المتدخلة وذلك لأن التدخل الحكومي عطل قوى السوق وبالتالي فإن الأزمة هي نتيجة اتساع دور الدولة وسياساتها المالية من حيث التوسع في الإنفاق العام وعجز الموازنة.. الخ.

■ أن الإنفاق العام ليس إلا إحلال إنفاق عام محل إنفاق خاص يتم تمويله من الاقتطاع الضريبي الذي يتم تبديده من قبل الدولة وإن القطاع الخاص أكفاً على تخصيص الموارد وبالتالي عدم الهدر في هذه الموارد وبذلك فإن الاقتطاعات الضريبية أدت إلى تخفيض الطلب الاستثماري والاستهلاكي الخاص.

■ يؤدي التدخل الحكومي إلى تخفيض الاستثمارات الخاصة نتيجة انخفاض الكفاية الحديثة

27 J. M. Keynes, The General Theory of Employment, Interest and Money (1st edition 1936), Macmillan, London, 1961.

28 تدخلية الدولة في الاقتصاد: كينز وخصومه - محمد سيد رصاص - الحوار المتمدن - العدد: ٢٤٥٨ - ٢٠٠٨
٧ / ١١ / -<http://www.ahewar.org/debat/show.art.asp?aid=152644>

29 رمزي زكي (١٩٨٦)، الأزمة الاقتصادية الراهنة، مساهمة نحو فهم أفضل، المؤسسة الجامعية للدراسات والنشر، بيروت، ١٩٨٦

لرأس المال نتيجة ارتفاع معدلات الفائدة بسبب المديونية الحكومية بهدف تمويل الإنفاق العام، إذ إن طرح الحكومة سندات الخزينة للاكتتاب من قبل الجمهور في السوق المالية أدى إلى ارتفاع معدلات الفائدة بفعل المنافسة. ويؤدي انخفاض الكفاية الحدية لرأس المال إلى انخفاض الحافز للاستثمار نتيجة ارتفاع تكلفة الاستثمار أي إن معدلات الربح أقل من معدلات الفائدة.

■ أن الإنفاق الحكومي والتوسع في هذا الإنفاق هو المسئول عن التضخم وذلك لأن دورة الأعمال أو آليات الضبط التلقائية التي هي حالة من تعاقب فترات من الانكماش والازدهار أو ما يسمى الدور، لذلك فإن السياسة المالية ونتيجة بطء ظهور آثارها من حيث طبيعتها تؤدي إلى ترافق آثار التوسع في الإنفاق العام في مرحلة ازدهار الأعمال أي في الفترة التي يجب فيها إتباع سياسة انكماشية أي تقليص الإنفاق العام بغية تفادي التضخم.

وقد تآكل مشروع دولة الرفاهة تآكل تدريجياً نتيجة الأزمة الهيكلية للنظام الرأسمالي التي انفجرت مع بداية عقد السبعينات. حيث استغلت الأحزاب اليمينية والرأسمال العالمي هذه الأزمة لتسليط هجومها الإيديولوجي على النمط الاقتصادي الكينيزي وعلى الدور التدخلية للدولة. وقد تبنت هذه القوى اليمينية عند استيلائها على السلطة ابتداء من نهاية السبعينات - أي منذ وصول تاتشر وريجان إلى الحكم - حلولاً قديمة لتدبير الأزمة. وتقوم هذه الحلول على نفس المبادئ التي سادت خلال المرحلة الأولى للرأسمالية والتي تتلخص في إطلاق الحرية الكاملة لرأس المال على الصعيدين المحلي والعالمي لتمكين الشركات متعددة الاستيطان من بسط نفوذها عبر العالم. وقد مكن هذا الأسلوب من تفكيك الآليات القانونية التي تتدخل بواسطتها الدول في المجالات الاقتصادية والاجتماعية حيث تم فرض مفهوم حرية الأسواق ومقولة دعه يعمل دعه يمر، كما عمل كل من صندوق النقد الدولي والبنك الدولي واتفاقيات الجات على دعم وتكريس هذه المبادئ عبر ما يسمى بسياسات التقويم الهيكلي. أما المشروع الاشتراكي السوفيتي فقد تآكل تدريجياً نتيجة غياب الديمقراطية ومركزية القرارات وعدم القدرة على إعادة إنتاج النظام، فبدأ التحول التدريجي من نموذج رأسمالية الدولة إلى رأسمالية الأفراد ونظام السوق نتيجة تحكم المافيات الكومبرادورية في هرم السلطة في هذه البلدان. وجاء انهيار ما كان يدعى بالاتحاد السوفيتي وانتقال منظومة الدول الاشتراكية والدول التي انبثقت عنه إلى اقتصاد السوق لتعزيز الأفكار الليبرالية حيث صور هذا التحول وكأنه انتصار للرأسمالية. كذلك قام الكثير من الدول النامية بدوره للتحول إلى اقتصاد السوق وبضغط من المؤسسات المالية الدولية (صندوق النقد الدولي والبنك الدولي) ووفقاً لتوصيات تروايزي واشنطن، بين الولايات المتحدة وبين هذه المؤسسات، والهادفة إلى دفع الاقتصاد العالمي نحو العولمة الرأسمالية وإعادة احتواء البلدان النامية في ضوء من الليبرالية الاقتصادية³⁰.

خامساً: الأزمة الاقتصادية الحالية في سياق الأزمات الاقتصادية

يمر العالم هذه الأيام - وخاصةً أميركا - بأزمة اقتصادية كبيرة أثرت على الكثير من مناحي

30 جمال طلاس ، الاشتراكية واقتصاد السوق، جامعة حلب - كلية الاقتصاد ، الاقتصادية : ٢٠٠٥/٢/٢٠

الحياة الاقتصادية في العالم؛ مثل أسعار النفط، وأسعار السلع والخدمات، وأسعار العملة الرئيسية في العالم (الدولار)، وجر ذلك تأثيرات أخرى في نواح اقتصادية مرتبطة بهذه الأمور؛ مثل قيمة المدخرات، وأسعار الأجور وأسعار العقارات، والتجارة العالمية والتبادل التجاري. وقد بدأت الأزمة في الولايات المتحدة الأمريكية ولكن سرعان ما انتقلت إلى بقية دول العالم.

أ- أزمة مالية أم أزمة اقتصادية؟

اختلف الباحثون في تحديد نقطة البداية للأزمة . فمنهم من رأى الرجوع إلى أوائل ٢٠٠٧ التي تفاقمت فيها أزمة قطاع الإسكان والقروض العقارية، حيث تزايدت حالات تعثر المقترضين أو عجزهم عن سداد ديونهم ومن ثم تزايدت عمليات حبس الرهونات. ومنهم من عداد بنقطة البداية إلى ٢٠٠٦ عندما أخذت فقاعة الإسكان في الانكماش^{٣١}، وهو ما أدى إلى تهوي قطاع الإسكان وانهيار أسعار الصكوك المستندة إلى رهونات عقارية. ومنهم من رأى أنه يلزم الرجوع إلى ٢٠٠٥ عندما أخذ معدل النمو في الناتج المحلي الإجمالي الأمريكي في التراجع الذي استمر حتى دخل الاقتصاد الأمريكي في مرحلة الانكماش في ديسمبر ٢٠٠٧ حسب الإحصاءات الرسمية. وأخيراً فإن بعض الباحثين يذهب إلى أن جذور الأزمة تتصل بنقطة زمنية أسبق كثيراً من ٢٠٠٥، وذلك من منطلق ربط الأزمة باتجاه عام طويل الأمد نحو الركود في الاقتصاد الأمريكي . ومعنى هذا أن تدهور الوضع الاقتصادي - أي تدهور القطاع الحقيقي - كان سابقاً لتفجر الأزمة في القطاع المالي، ولم يكن مجرد أثر لاحق لها، وأن الأزمة الاقتصادية في الأصل، ثم تحولت إلى أزمة مالية امتدت آثارها إلى القطاع الحقيقي محدثة أزمة اقتصادية جديدة في نهاية المطاف

ومن خلال المؤسسات المالية والنقدية والاقتصادية الدولية وتحليلات العديد من الاقتصاديين والخبراء الماليين، يبرز لنا الاتجاه الغالب في تفسير الأزمة الاقتصادية الحالية في أنها أزمة مالية أساساً انطلقت من أزمة "الرهون العقارية"، أي من المجال المالي، وتفاقمت شيئاً فشيئاً لتمس مجال الاقتصاد الحقيقي وتتحول إلى انكماش يظهر بالأساس في انخفاض معدلات نمو الناتج المحلي الخام للدول والعالم وفي تراجع الطلب والإنتاج في عدد من القطاعات الإنتاجية والخدماتية وأساساً قطاعات صناعة السيارات والأشغال العمومية والبناء والسكن والنقل (البحري على الخصوص)، وهو ما ينعكس في الانخفاض الكبير في طلبات هذه القطاعات وإنتاجها وفي رقم أعمالها وأرباحها، كما ينعكس جلياً في غلق عدد من الوحدات الإنتاجية وتسريح العمال أو إحالتهم على البطالة التقنية (وصل عدد العمال المسرحين في الولايات المتحدة وحدها سنة ٢٠٠٨ ما لا يقل عن ٢,٦ مليون). ومن ثم يري الباحث أن تصوير الأزمة على أنها مجرد أزمة مالية بدأت بالإفراط في منح الائتمان وتطورت مع تعثر الكثيرين من المقترضين إلى شح في الائتمان المتاح للمؤسسات المالية ومن ثم للمؤسسات الإنتاجية، مما أفضى إلى أزمة اقتصادية،

31 يشير مصطلح الفقاعة (bubble) في الاقتصاد إلى ظاهرة الاتجار في أصل ما بأحجام ضخمة وبأسعار بعيدة تماماً عن الأسعار الحقيقية أو الأصلية

(intrinsic prices). أنظر: www.wikipedia.org/wiki/Economic_bubble

هو تصوير غير دقيق وإن لم يخل من الصواب. إذ أن الفهم الدقيق للأزمة يستوجب ألا نقف عند القطاع المالي وحده، ويحتّم النظر أيضاً في أوضاع القطاع الحقيقي الذي يفترض تكامله مع القطاع المالي في إطار نظام اقتصادي رأسمالي.

ب- أسباب الأزمة الاقتصادية والمالية الحالية

أن النظر في الأسباب لابد أن تأتي متسقة مع السياق العام الذي تعمل فيه الاقتصادات الرأسمالية في العقدين الأخيرين، وهو سياق التحرير المالي والعولمة الاقتصادية الذي عجل بتحويل الأزمة الأمريكية إلى أزمة عالمية، أو بعبارة أخرى سياق العولمة وفلسفة الليبرالية الاقتصادية الجديدة التي سادت العالم بشقيه المتقدم والنامي على السواء³². حيث يري البعض أن الأزمة الراهنة ترجع إلى سياسات الليبرالية الاقتصادية الجديدة واثرتلك السياسات علي القطاع المالي والقطاع الحقيقي. أن الأزمة تكمن في طبيعة النظام الرأسمالي الذي ترك الحبل على الغارب للرأسمالية المالية التي تمثل ركناً هاماً في إطار الاقتصاد الحر والذي يعد المبدأ الرئيسي للعولمة التي تركت عوامل السوق تعمل بدون كابح لجموحها غير المحدد في تحقيق الأرباح لقد ساهمت العولمة في تحول رؤوس الأموال الصناعية إلى رؤوس أموال مالية وخدمية لقد كان ذلك بمثابة فرصة لاستفادة الرأسماليين من غياب الضوابط والقوانين المحددة لحركة رأسمال لتحقيق المزيد من الأرباح مع تخلي الدول عن دورها في رقابة حركة السوق والمال. لقد أدى ذلك إلى تحول رؤوس الأموال إلى أسواق المضاربات. وقد شجعت الليبرالية الاقتصادية الجديدة على الإفراط في الثقة في الأسواق وفي قدرتها على التصحيح الذاتي لانحرافاتهما. كما أنها روجت لتصغير حجم الحكومة وتقليص وظائفها الاقتصادية والاجتماعية، كما روجت للخصخصة وفتح أبواب الاقتصادات على مصاريعها وإزالة القيود على انتقال الأموال بين الدول، وغير ذلك من الإجراءات التي تنامي تطبيقها في إطار التحرير المالي بوجه خاص والعولمة الاقتصادية بوجه عام. ولا يمكن فهم اتجاه الرأسمالية إلى التوحش واتجاه العولمة إلى الانفلات بمعزل عن ذلك النمط من إدارة النظام الرأسمالي، أي نمط الليبرالية الاقتصادية الجديدة. لقد شكلت الليبرالية الاقتصادية الجديدة الخلفية الفكرية للأزمة الراهنة، وقدمت التبريرات النظرية (مثل اقتصاديات العرض والنقدية... الخ) للممارسات الاقتصادية التي قادت في النهاية إلى هذه الأزمة. وكان من ثمار هذه الخلفية الفكرية ظهور نوع من الأصولية المتزمتة، وهي أصولية السوق التي شجعت على تزايد سطوة أو ديكتاتورية السوق وتهميش دور الحكومات في ضبط الأداء الاقتصادي.

وقد كان لليبرالية الجديدة وما نتج عنها من عولمة العديد من النتائج علي ارض الواقع ، والتي أدت في نظر البعض إلي ظهور الأزمة الحالية، ويمكن تلخيص ما نتج عن الليبرالية الجديدة فيما يلي:

أ. ضعف أو تراخي إجراءات الرقابة والضبط في القطاع المالي: شاع في القطاع المالي

32 إبراهيم العيسوي (٢٠٠٩) الأزمة العالمية، طبيعتها وأسبابها وانعكاساتها على الفكر التنموي، ورقة مقدمة في المؤتمر الدولي للمعهد العربي للتخطيط بالكويت، بيروت ٢٣-٢٥ مارس ٢٠٠٩.

مناخ من التساهل والتغاضي عن القواعد السليمة لمنح الائتمان والتفاسد عن تطبيق الضوابط القويمة على ملاءة المؤسسات الائتمانية وآليات عملها، حتى وصلت الأمور إلى حد التسبب والانفلات. إن هذا المناخ لم يترتب عليه تضخم الديون الرديئة فحسب، بل إنه قد ساعد أيضاً على انتشار الفساد وهياً تربة جيدة لتنامي عمليات النصب والاحتيال والتدليس والغش والتواطؤ بين أطراف مختلفة في القطاع المالي. وقد كان لمؤسسات التقييم الائتماني وشركات المراجعة دور ملحوظ في الممارسات الفاسدة التي شهدتها القطاع المالي الأمريكي. والمهم في الأمر أن غياب أو تراخي الرقابة والضبط لم يأت بطريق السهو أو الصدفة. بل إنه جزء لا يتجزأ من مناخ الحرية الاقتصادية والعولمة الناتج عن هيمنة فلسفة الليبرالية الاقتصادية الجديدة التي طبقت في المملكة المتحدة والولايات المتحدة منذ ما يقرب من ثلاثة عقود، والتي عملت دول المركز الرأسمالي والمؤسسات الدولية الخاضعة لها على تسويقها في جميع بلاد العالم، بما فيها الدول النامية، ونجحت في ذلك نجاحاً باهراً.

ب. التضخم الشديد في القطاع المالي: تشير بعض الدراسات إلى أن البداية الحقيقية للمشاهد التي نراها الآن كانت مع التحول إلى تعويم العملات في ١٩٧١ عندما قررت الإدارة الأمريكية وقف قابلية الدولار للتحويل إلى ذهب، وذلك تحت وطأة العجز التجاري الضخم والتكاليف الباهظة لحرب فيتنام. فقد وضع هذا التحول حداً للنظام النقدي العالمي الذي رسمت معالمه في بريتون وودز عقب الحرب العالمية الثانية، والذي يقوم على نظام أسعار الصرف الثابتة - وهو نظام لا يتيح مجالاً واسعاً لانتقال رؤوس الأموال من بلد إلى آخر كما هو الشأن مع نظام أسعار الصرف المتغيرة أو المعومة. وبظهور نظام أسعار الصرف المعومة، فتح الباب أمام تحركات الأموال عبر الحدود. وكان لذلك تداعيات خطيرة، أهمها أنها فتحت الباب لعمليات مالية مستحدثة وأطلقت العنان لنمو قطاع مالي ضخم. وقد ازداد هذا القطاع تضخماً مع بروز فلسفة الليبرالية الاقتصادية الجديدة على يد تانشر وريجان في أواخر السبعينات وأوائل الثمانينات من القرن العشرين، واتساع نطاق تطبيقها في العالم في صورة الخصخصة وابتعاد الدولة عن التدخل في الأسواق، وإزالة القيود على الائتمان وأسعار الفائدة، وكذلك إلغاء القيود على أسعار الصرف وعلى تحركات الأموال عبر الحدود. ثم جاءت منظمة التجارة العالمية في مطلع التسعينات لتعطي دفعة كبرى لتحرير التجارة، ليس فقط في السلع، بل وفي الخدمات، بما في ذلك الخدمات المالية، وفي الاستثمار وحركات رؤوس الأموال عبر الحدود.. الخ.

ج. المتاجرة في المخاطر: مع تعويم العملات وجدت الشركات التي تقع عليها التزامات بعملة ما وتستحق لها إيرادات بعملة أخرى، أنه يجب عليها التحوط ضد مخاطر التقلبات في أسعار الصرف. وظهر ابتكار مالي جديد وهو العقود المستقبلية في العملات، الذي يعتبر المقابل للعقود المستقبلية في السلع التي لجأ إليها المزارعون منذ أكثر من قرن للتحوط ضد تقلبات أسعار محاصيلهم. وما المشتقات التي يكثر الحديث عنها الآن سوى صور أحدث للعقود المستقبلية. فمضمون هذه العقود واحد، وذلك على اختلاف صورها من عقود بيع بالهامش وخيارات ومبادلات وتوريق أو تسنيد وغيرها، وهو الاتجار في المخاطر، وهدفها واحد، وهو توزيع

المخاطر والتحوط والتأمين ضد ما قد يترتب عليها من خسائر^(٣٣) . ومع تحرير أسعار الفائدة وإزالة القيود على الائتمان، اتسع نطاق الإقراض، لاسيما الإقراض لشراء المنازل وكذلك لشراء السلع الاستهلاكية المعمرة وغير المعمرة، خاصة مع انتشار استعمال البطاقات الائتمانية. ومع اتساع سوق الائتمان ودخول أعداد كبيرة من الأفراد كمقرضين، ومع الإغراء الكبير للأرباح التي يمكن جنيها من جانب البنوك وشركات التمويل العقاري وشركات إنتاج السلع والخدمات، حدث تساهل في منح القروض، ازدادت معه المخاطر، واتسع معه نطاق اللجوء إلى وسائل التحوط والتأمين ضد مخاطر عجز المقرضين عن سداد ديونهم. ومما يسترعى الانتباه أن هذه العقود الغريبة لم تعد تنصب على مخاطر الاتجار في السلع أو الأسهم أو السندات، بل أنها امتدت إلى المخاطر المتعلقة بالديون العقارية وأنواع أخرى كثيرة من الديون، والرهان على تقلبات أسعار الصرف وأسعار الفائدة وتقلبات مؤشر البورصة، بل وعلى تقلبات مؤشر الطقس . ولما كان كل عقد من هذه العقود يحمل مخاطرة، فإنه يمكن أن يبنى عليه عقد جديد للتحوط ضد مخاطر العقد الأصلي، وهذا العقد الجديد يمكن أن يقود إلى عقد جديد آخر ، وهلم جرا. وهكذا يتضخم ما بدأ صغير الحجم، وتلد العملية المالية الصغيرة الواحدة عمليات مالية متعددة. وقد بلغت قيمة المشتقات مستويات كبيرة جداً، حيث يشير التقرير الصادر عن بنك التسويات الدولية في ديسمبر ٢٠٠٨ أن حجم التعامل في المشتقات المتداولة في البورصة وخارجها بلغ ٨٦٣ تريليون دولار في النصف الأول من ٢٠٠٨. وهذا المبلغ يقرب من ٦٥ ضعف الناتج المحلي الإجمالي العالمي لتلك الفترة، أي نحو ٦٥٠٠% من هذا الناتج العالمي^(٣٤).

ج. ازدياد وتعمق التشابكات بين مكونات القطاع المالي: فضلاً عن تضخم القطاع المالي، زادت التشابكات وتعمقت بين الفروع المختلفة للقطاع المالي: البورصات - البنوك التجارية وبنوك الأعمال أو الاستثمار - صناديق الاستثمار - صناديق المعاشات - صناديق التحوط - شركات التأمين - المراكز المالية الحرة (off shore) - مؤسسات التقييم الائتماني ... الخ. وقد ترتب على ذلك التطور تعاظم احتمالات تحول الفشل في فروع القطاع المالي إلى فشل شامل للقطاع كله، وهو ما يطلق عليه فشل منظومي. ويمكن تفسير الفشل المنظومي بفكرة فشل السوق المعروفة في علم الاقتصاد، والمرتبطة بفكرة الخارجيات (externalities)، أي آثار القرارات التي يتخذها متعامل في السوق على سائر المتعاملين أو على الاقتصاد في مجموعه، والتي لا يدرجها الفرد المتعامل في السوق في حساباته للتكلفة والعائد. فقرار الفرد المتعامل في سوق المال يتحدد بالمخاطر الفردية أو الخاصة، ولا يتأثر بالمخاطر الإجمالية التي يمكن أن تصيب

(٤) يمكن الوقوف على تعاريف الأدوات المالية الجديدة وما يرتبط بها من مصطلحات بالرجوع إلى :

[http://en.wikipedia.org/wiki/Leverage_\(finance\)](http://en.wikipedia.org/wiki/Leverage_(finance)) .

http://en.wikipedia.org/wiki/Derivative_security .

<http://en.wikipedia.org/wiki/Securitization> .

<http://www.businessspectator.com.au/bs.nsf/Article/The-deleveraging-cycle> .

ارجع أيضاً إلى : حازم الببلاوي، "الأزمة المالية العالمية : محاولة للفهم"، المصري اليوم، عدد ٢٠٠٨/١٠/٤.

34 أنظر: BIS Quarterly Review, Dec. ٢٠٠٨ على موقع البنك: www.ibs.org

السوق في مجموعه. ولذا يقال أن السوق تقيم أو تسعر المخاطر بأقل من قيمتها الحقيقية^{٣٥}؛ وهو ما قد يؤدي إلى تحميل السوق بمخاطر أكبر كثيراً من قدرتها الحقيقية على تحمل المخاطر. ومن الطبيعي أن تأخذ السوق في التصدع، بل والانهيار، عندما تتجاوز المخاطر الإجمالية/ المنظومية الحد الحرج. ومن ثم فبدلاً من أن تكون أسواق المال وسيلة لإنعاش الاقتصاد الحقيقي واستقراره، وبدلاً من أن تكون أداة لحسن إدارة المخاطر، فإنها أصبحت أداة لخلق المخاطر^{٣٦}. ولقد ترتب على هذا التضخم في القطاع المالي، وازدياد التشابكات وتعمقها بين مكوناته المختلفة، نشوء شبكة معقدة من المعاملات المالية بين كيانات مالية عملاقة من حيث الحجم، ومركبة من حيث النشاط. ومما زاد من تعقيد الأمور وخطورتها أن قسماً ضخماً من التعاملات يتم خارج الأسواق المنظمة، حيث يتم التفاوض عليها والاتجار فيها مباشرة بين أطرافها وذلك دون المرور على البورصات أو البنوك. وهذه هي السمة الغالبة على عقود المشتقات لاسيما عقود المبادلات والخيارات.

خ. اشتداد التناقض بين القطاع المالي والقطاع الحقيقي: فاق التوسع في القطاع المالي كل حد معقول، بمعنى أنه تجاوز الاحتياجات الواقعية للقطاع الحقيقي من الاقتصاد بمسافة بعيدة. وفي الواقع أن الرأسمالية قد دخلت مرحلة جديدة مع التحولات في النظام النقدي منذ مطلع السبعينات وما تلاها من تطورات أثرت إليها فيما سبق، وهي المرحلة التي يطلق عليها: "التمويلية" أو "الرأسمالية المالية". والسمة المميزة لهذه المرحلة هي هيمنة التمويل على الإنتاج، حيث فقد قطاع التمويل صفته كتابع خادم للقطاع الحقيقي، وطغت المصالح المالية طغياناً شديداً على كل ما عداها. وقد أخذت هذه المرحلة دفعة كبيرة بعدما اكتسب رأس المال المالي حرية كبيرة في الحركة مع تنامي ظاهرة العولمة المالية وما صاحبها من تفكيك للقيود على انتقال الأموال فيما بين الدول. فقد أصبح رأس المال المالي محركاً أساسياً للعولمة الليبرالية وأداة رئيسية لإنعاش الاقتصادات الرأسمالية المتقدمة^{٣٧}. وترتكز معادلة كمية النقود على أن أية كتلة نقدية في التداول يجب أن تساوي كتلة البضائع المنتجة خلال فترة محددة تقسماً على سرعة دوران النقد خلال الفترة نفسها، وعادة ما تكون الفترة الزمنية سنة واحدة، ولتأخذ الإنتاج العالمي الذي يقدر حسب الأرقام المنشورة اليوم بـ ٦٠ تريليون دولار، لكن طريقة الحساب تدفعنا إلى القول إن هناك حساباً مكرراً وهناك تضخيم للإنتاج العالمي وبناءً عليه فإن هذا الإنتاج قد يكون بحدود ٤٠ تريليون، مع الأخذ بعين الاعتبار أنه ليس كل الإنتاج العالمي يتم تبادله بالدولار، وهنا لابد من القول إن نصف هذا الإنتاج يجري تبادله بالدولار، وإذا اعتبرنا أن الإنتاج العالمي الذي

35 Under-pricing of risks. أنظر عرضاً مبسطاً لهذه الفكرة في الحوار الذي أجراه سيمون برونو مع نعوم تشومسكي:

N. Chomsky, "The financial crisis of 2008", N. Chomsky's ZSpace Page on www.zcommunications.org/ZNet.

36 أنظر :

Joseph Stiglitz, "Global crisis – made in America", 17 Nov. 2008, on www.zcommunications.org/znet

37 J. B. Foster (2008) "The financialization of capital and the crisis", Monthly Review, April.

يخدمه الدولار هو ٢٠ تريليون فمن المؤكد أن سرعة دوران النقد هي أعلى من واحد. وإذا كانت كذلك فإن المعادلة تحتم أن تكون كتلة النقد في التداول أقل من كتلة البضائع المنتجة خلال الفترة الزمنية المحددة، وإذا كان لدينا ٢٠ تريليون دولار من الإنتاج الحقيقي فيجب أن يكون لدينا أقل من ٢٠ تريليون دولار للتخديم، لكن الأرقام تقول بأنه منذ ١٩٩٥ فاقت الكتلة الدولارية المطروحة للتداول ٣٠٠ تريليون، والأرقام الجديدة اليوم فجرت مفاجأة هائلة حين أكدت أن الكتلة الدولارية بلغت حدود ٧٠٠ تريليون، في حين يجب أن تكون الكتلة النقدية أقل من واحد أي أقل من ٢٠ تريليون، أي لدينا ٣٥ ضعفاً مما هو مطلوب من حجم الكتلة النقدية الدولارية الدائرة في العالم اليوم. يقول البعض أن الأمريكيين استطاعوا بأدواتهم ولاسيما البورصة خرق القانون الموضوعي القائل بالتناسب بين الكتلة النقدية والكتلة السلعية بحيث استطاعوا الوصول إلى نسبة ٢٥/١ كتلة سلعية مقابل كتلة نقدية، ونظام البورصة العالمي الذي نراه اليوم لم يكن تاريخياً بهذا الشكل، حيث تكون الشكل الحالي للبورصة عام ١٩٩٥ حين حوت البورصة مبادلات تعكس حجم مضاربة واسع جداً، وكان ٩٠ % من مبادلاتها عبارة عن مضاربات مالية، وكانت البورصة قبل ذلك ٩٠ % مبادلات حقيقية و ١٠ % مضاربات مالية، وهذا التحول الذي شهدته البورصة مكنها من امتصاص جزء كبير من الكتلة النقدية الدائرة حول العالم.

د. الأسباب المتعلقة بالقطاع الحقيقي: إن الأسباب المتعلقة بالقطاع المالي والليبرالية الجديدة والعولمة تشكل ما يمكن أن يطلق عليه الأسباب القريبة أو الظاهرة للأزمة الراهنة. ولكن الفهم الدقيق لهذه الأزمة ولكيفية معالجتها معالجة جذرية يقتضى البحث فيما يمكن أن يطلق عليه الأسباب البعيدة أو العميقة للأزمة. وهذه الأسباب تتعلق بالقطاع الحقيقي وآليات عمله. والمفتاح الذي يمكننا من العثور على هذه الأسباب العميقة للأزمة هو طرح سؤال بسيط: إذا كان الإفراط في الإقراض والاقتراض هو الذي أشعل فتيل الأزمة في الولايات المتحدة، فما الذي أدى إليه أصلاً؟. إننا يمكن أن نشير في هذا الصدد إلى عدد من العوامل ذات الصلة بجانب العرض. منها السياسة النقدية والمصرفية المشجعة. ومنها السيولة الوفيرة التي تمثلت في المدخرات الأجنبية التي تدفقت على الولايات المتحدة. ومنها الحملات الترويجية لمؤسسات التمويل. ولكن هذه العوامل لا يكون لها تأثير يذكر إلا إذا كانت هناك عوامل دافعة من جانب الطلب، وهي قلة الدخول المتوافرة للناس، مع سعيهم للحفاظ على مستويات معيشتهم أو تحسينها. فهنا يشكل الاقتراض المخرج من قلة الدخول وذلك بعد استنفاد وسائل أخرى لزيادة الدخول كالعمل لوقت إضافي وعمل الزوجات والاشتغال بأكثر من عمل.

ز. وصول حجم الطلب إلى مستويات دنيا: وذلك نتيجة تراجع معدلات النمو في الاقتصاد الأميركي وتراجع التشغيل والاستثمار والدخول الموزعة لعناصر الإنتاج، وهي ظاهرة ليست آنية وإنما تدرجت منذ فترة وكانت للإجراءات التخيلية الحكومية أثر إيجابي في التخفيف من حداثها وتأخير تحولها إلى أزمة، من خلال التوسع في الإنفاق الحكومي لسد العجز في الإنفاق الخاص، ليس من خلال الإنفاق العسكري والحربي خارج الولايات المتحدة لنقل المعركة مع الإرهاب على رؤوس غير الأميركيين وتوزيع آثار الركود الاقتصادي على رقعة أوسع من العالم وخلق إنفاق خالق للطلب وغير خالق للعرض

- كما حصل في حرب العراق، حيث زاد الإنفاق الأمريكي على الحروب والدفاع من (٣٢٠) مليار دولار عام ٢٠٠١ إلى (٧١١) مليار دولار عام ٢٠٠٨.

ر. استنزاف القوة الشرائية نتيجة الانتفاخ المالي الزائف للاقتصاد الحقيقي: إذا كانت الأزمة المالية الحالية التي يمر بها العالم هي نتاج الإفراط والتفريط، الإفراط "في التمويل لصالح الربح الوفير" والتفريط "بالأمان لصالح ركوب المخاطر العالية"، فإننا نعتقد أيضا أن فقاعة الاقتصاد المالي التي نجمت عن "الإفراط والتفريط" قد أدت إلى انتفاخ الاقتصاد الحقيقي الذي ظهر بشكل ارتفاعات مغال بها في قيم الأصول بكل أنواعها الحقيقية والمالية، والمادية الملموسة والكامنة، والظاهرة والخفية ولقد نجم عن هذا الانتفاخ شعور بالإثراء لدى الدول والأفراد أفرز بدوره ميلا نحو نمو الإنفاق والاستهلاك في الاقتصادات المتقدمة وانتقل منها إلى الاقتصادات الناشئة عبر الطلب المتزايد على صادرات هذه الدول التي انتعشت اقتصاداتها الحقيقية. ولكن تأسيسا على فقاعة الاقتصاد المالي للدول المتقدمة وهكذا كانت العولمة المالية وسيلة لنقل الفقاعة إلى كل الاقتصاد العالمي. فالدول ذات الاقتصادات الناشئة مثل الصين والهند اللتين تضمان أكثر من ثلث سكان الكرة الأرضية (بنسبة ٣٧,١%) حسب بيانات ٢٠٠٩ بدأت تحقق بفضل انتشار فقاعة الاقتصاد المالي العالمية نموا متسارعا نجم عن تزايد الطلب على صادراتها ومكنها من الحصول على فوائض تجارية عالية وعززت النمو ونتيجة لهذا النمو الكبير في الناتج المحلي العالمي الذي ارتفع إلى ما يقرب من ثمانية أمثال ما كان عليه منذ ١٩٥٠ مرتفعا من حوالي سبعة تريليونات دولار إلى ما يقارب الخمسين تريليونا في ٢٠٠٨ في وقت تزايد السكان بأكثر من الضعف فقط من ثلاثة تريليونات إلى ٦,٦ تريليونات في ٢٠٠٨، نتيجة لذلك فقد أصبحت المنافسة على الموارد خصوصا الناضبة والمنافسة على السلع تشكل سمة جديدة للاقتصاد العالمي، حيث بدأت نسبة الاستهلاك الأسري في العالم ترتفع لصالح الدول النامية على حساب الدول الغنية التي كانت تستحوذ على ٨٠% في عام ١٩٩٨ لتصبح هذه الحصة في أوائل العام الماضي ٦٥%، في حين ارتفعت حصة الاستهلاك الأسري للدول النامية والاقتصادات الناشئة إلى ٣٥%. ولقد كان من أبرز تجليات هذه المنافسة الحادة على الموارد والسلع هو الارتفاعات الجنونية في أسعار الموارد الرئيسية في أوائل العام ٢٠٠٨ حيث ارتفعت أسعار النفط والسلع الأولية والخامات إلى مستويات قياسية غير مسبوقة نتيجة المضاربات العفوية التي جرت في البورصات العالمية والتي بدورها نجمت بشكل عفوي عن الشعور بأن الموارد شحيحة بعد أن بدأت قيمة الدولار تجاه العملات الرئيسية في التراجع بشكل متواصل^{٢٨}.

الخاتمة

أهم ما توصلت إليه الدراسة هو أن الأزمة الحالية ما هي حلقة من حلقات الدورة الاقتصادية والتي لن تتوقف ما دام يوجد حركة اقتصادية علي وجه الأرض. ولن تكون آخر الأزمات. وتكمن الكفاءة مع مثل تلك الأزمات في كيفية التنبؤ بها قبل وقوعها تحييد آثارها وتقصير مدتها

في حالة حدوثها. وتقع جذور الأزمة الحالية في القطاع الحقيقي. ولذلك ليس من المتصور علاج الأزمة علاجاً جذرياً إذا انحصرت سبل المعالجة في تحسين الإجراءات المالية والضوابط الحكومية على عمل القطاع المال. ومالم يصل العلاج إلى القطاع الحقيقي فإن الأزمات لن تلبث أن تتجدد، حتى إذا أمكن احتواؤها والتخفيف من آثارها لبعض الوقت.

قائمة المراجع

المراجع العربية

- فؤاد مرسي (١٩٩٠)، للرأسمالية تجدد نفسها، سلسلة عالم المعرفة، رقم ١٤٧، ص ٤١٤
فؤاد مرسي (١٩٨٠)، مشكلات الاقتصاد الدولي المعاصر، الإسكندرية ص ٦٦.
سامويلسن و نورد هاوس (٢٠٠٦) علم الاقتصاد، مكتبة لبنان ناشرون، لبنان، ص ٤٩٥-٥٠١
حازم البيلالي (١٩٩٣)، دليل الرجل العادي في التعبير الاقتصادي، دار الشروق، ١٩٩٣، ص ٤٩
أسامة عبد الله (٢٠٠٨)، تقييم احتمال حدوث ركود اقتصادي عام ٢٠٠٨، تقرير واشنطن، العدد # ١٦٩، ٢٦ يوليه ٢٠٠٨
احمد باهض تقي الحميداوي (٢٠٠٩) الأزمة الاقتصادية العالمية: تراجع نيوليبرالي أم أزمة عابرة، /مركز الفرات للتنمية والدراسات الاستراتيجية
جون ماينر كينز (١٩٧٥) النظرية العامة للتشغيل وأسعار الفائدة والنقد، باريس، ص ٣٦٦.
جورج كوبر (٢٠٠٩) الأزمة المالية العالمية وخرافة السوق الكفاء، نهضة مصر للطباعة والنشر والتوزيع، ص ١٥٨.
بلجوك (١٩٨٥)، الأزمات الاقتصادية المعاصرة، تعريب القزويني (الجزائر).
مطانيوس حبيب (١٩٨٤) الاقتصاد السياسي جامعة دمشق، مطبعة الداودي، دمشق.
جورج نايهانز (١٩٩٧) تاريخ النظرية الاقتصادية والإسهامات الكلاسيكية (١٧٧٢-١٩٨٠)، ترجمة دكتور احمد صقر احمد، المكتبة الأكاديمية، القاهرة، ١٩٩٧، ص ٤٣-٥٠.
محمد سيد رصاص (٢٠٠٠) تدخلية الدولة في الاقتصاد: كينز وخصومه، الحوار المتمدن - العدد: ٢٤٥٨ - ٢٠٠٨ / ١١ / ٧
جلال امين (٢٠٠٧)، كشف الاقنعة عن نظريات التنمية الاقتصادية، دار الشروق ، ص ١٥
حازم البيلالي (١٩٩٦)، دور الدولة، دار الشروق، ص ٣٥-٣٧
اولريش شيفر (٢٠١٠) انهيار الرأسمالية، أسباب إخفاق السوق المحررة من القيود، ترجمة دكتور عدنان عباس علي، عالم المعرفة، الكويت، يناير ، ص ٤٨
رمزي زكي (١٩٨٦)، الأزمة الاقتصادية الراهنة، مساهمة نحو فهم أفضل، المؤسسة الجامعية للدراسات والنشر، بيروت، ١٩٨٦
جمال طلاس (٢٠٠٥) الاشتراكية واقتصاد السوق، جامعة حلب - كلية الاقتصاد ، الاقتصادية : ٢٠٠٥/٢/٢٠
إبراهيم العيسوي (٢٠٠٩) الأزمة العالمية، طبيعتها وأسبابها وانعكاساتها على الفكر التنموي، ورقة مقدمة في المؤتمر الدولي للمعهد العربي للتخطيط بالكويت، بيروت ٢٣-٢٥ مارس.

حازم الببلاوي (٢٠٠٨) الأزمة المالية العالمية : محاولة للفهم، المصري اليوم، عدد ٢٠٠٨/١٠/٤.

همام الشماخ ، تفسير آخر للأزمة المالية العالمية.. الإفكار المتعمد ، الجزيرة نت
المراجع باللغة الانجليزية

Patric T . Downes, David Martson and Inci Otker , " Mapping Financial Sector Vulnerability in non-Crisis Country" IMF Discussion Paper 1999

Mannuel Hinds, " Economic Effects of Financial Crisis " A World Bank Policy Research Working Paper 104, Dec. 1998

Demerguc Kunt et als., " Inside the Crisis: An Empirical Analysis of Banking Systems in Distress" IMF Working paper wp/00/56 oct. 2000

Manmohan S Kumar et als., "Global Financial Crisis: Institutions Vulnerability, "IMF Working Paper wp/00 /105

Barry Jhonston, Jingqing Chai and Liliana Scumacher, "Assessing Financial System Vulnerability" IMF Working Paper wp/00/76 April 2000

Frankel, J., (2005), "Mundell-Fleming Lecture: Contractionary Currency Crashes in Developing Countries", IMF Staff Papers, Vol.52, Iss. 2; Washington, pp. 149- 184.

Krugman, P., (1979), "A Model of Balance-of-Payments Crises", *Journal of Money, Credit and Banking*, pp. 311-325

Burnside, C., Eichenbaum, M., and Rebelo, S. (2001), "Prospective Deficits and the Asian Currency Crisis", *Journal of Political Economy*, Vol. 109, pp. 1155–1197.

Radelet, S. and Sachs, J. (1998). *The Onset of the East Asian Financial Crises*, NBER Working Paper, Working Paper 6680. August.

Pesenti, P., and Tille, C., (2000), "The economics of currency crises and contagion: An introduction", *Economic Policy Review - Federal Reserve Bank of New York*; Sep; Vol. 6, No. 3, p. 3.

Calvo, G. and Mishkin, F. (2003), "The Mirage of Exchange Rate Regimes For Emerging Market Economies", NBER Working Paper, No. 9808, Cambridge, Mass.

Anieshm G., (2006), "Anatomy of a currency crisis: Turkey 2000-2001", *International Journal of Emerging Markets*, Bradford, Vol.1.

Fredric Mishkan , "Financial Policies and the Prevention of Financial Crises in Emerging Market Countries" A Paper of the NBER Conference ,Economics of Financial Crises in Emerging Market Countries, Woosstock, Vermont, Oct 19 –21 2000

J. M. Keynes, *The General Theory of Employment, Interest and Money* (1st edition 1936), Macmillan, London, 1961.

[http : //en. wikipedia. org/wiki/Leverage \(finance\) .](http://en.wikipedia.org/wiki/Leverage_(finance))

[http : //en. wikipedia. org/wiki/Derivative security .](http://en.wikipedia.org/wiki/Derivative_security)

[http : //en. wikipedia. org/wiki/Securitization .](http://en.wikipedia.org/wiki/Securitization)

[http://www. businessspectator. com. au/bs. nsf/Article/The-deleveraging- cycle .](http://www.businessspectator.com.au/bs.nsf/Article/The-deleveraging-cycle)

N. Chomsky, *The financial crisis of 2008*", N. Chomsky's ZSpace Page on [www.zcommunications.org/ ZNet](http://www.zcommunications.org/ZNet).

Joseph Stiglitz, " Global crisis – made in America", 17 Nov. 2008, on : www.zcommunications.org/znet

H. Magdoff and P. Sweezy, " Production and finance" , *Monthly Review*, vol. 35, no.1, May 1983; J. B. Foster, "The financialization of capital and the crisis", *Monthly Review*, April 2008; ATTAC, "The time has come: Let's shut down the financial casino", ATTAC's statement on the financial crisis and democratic

P. Patnaik, "A perspective on the crisis", A paper presented at the UN conference on the global financial crisis, Oct. 2008, available on: www.networkideas.org.

I J. B. Foster (2008) *The financialization of capital and the crisis*", *Monthly Review*, April.

Economic Governance and Public Sector Boundary Decision Focus on Privatization of Public Assets in Egypt

Emad Hassan

Maastricht School of Management MSM,

DBA Program – Intake 10

This paper explores the potentials of utilizing the Resource-Based View RBV (Barney, 1991, 1999; Peteraf, 1993) in analyzing and assessing the public sector boundary decision in Egypt. It is proposed that companies which possess valuable, rare, inimitable, and non-substitutable resources are those that have the least likelihood of being privatized. This hypothesis is tested on the resources of 8 public companies within the public business sector in Egypt. The results provide empirical evidences for the explanatory power of the RBV for the economic governance of the privatization decision when viewed as an industry boundary decision of the public sector. The results are also compared to those obtained from the regularly applied evaluation methods. Finally, conclusions and implications are discussed.

Abstract

This paper explores the potentials of utilizing the Resource-Based View RBV (Barney, 1991, 1999; Peteraf, 1993) in analyzing and assessing the public sector boundary decision in Egypt. It is proposed that companies which possess valuable, rare, inimitable, and non-substitutable resources are those that have the least likelihood of being privatized. This hypothesis is tested on the resources of 8 public companies within the public business sector in Egypt. The results provide empirical evidences for the explanatory power of the RBV for the economic governance of the privatization decision when viewed as an industry boundary decision of the public sector. The results are also compared to those obtained from the regularly applied evaluation methods. Finally, conclusions and implications are discussed.

Introduction

Recently, the government boundary decision has become a question of significant interest for both scholars and practitioners of strategic management in Egypt. The boundary question can be viewed as an indicator that guides the selection of the operating model ranging between state-owned, outsourcing, and privatization models. Several theoretical approaches have been proposed for the organizational boundary decision including both economic (Williamson, 1975, 1985; Coase, 1937) and organizational approaches (Galbraith, 1977; Lawrence *et al.*, 1967; Thompson, 1967). As a result, different economic theories have proposed that the information and coordination benefits associated with hierarchical governance positively affect the economies of scale and scope (Chandler *et al.*, 1990; Chandler, 1962), economizes on transaction costs basis (Coase,

1937; Williamson, 1975, 1985), and aligns with incentives (Grossman *et al.*, 1986). From an organizational perspective, the resource dependence theory states that hierarchical governance can help organizations to develop more powerful relationships and hence reduce their dependence on external forces such as buyers, suppliers, etc (Pfeffer *et al.*, 1978).

The purpose of this paper is to propose an appraising and evaluation framework for the economic governance of the public sector assets constituted on resource-based view (RBV) (Barney, 1991; Peteraf, 1993) instead of transaction cost economy (TCE). The suggested methodology proposes that public assets (resources) which are valuable, rare, inimitable and non-substitutable (VRIN) are those that have the least likelihood for outsourcing or privatization. The role of RBV as a determinant of economic governance and firm boundaries will be empirically tested by operationalizing the RBV in its original form (Barney, 1991, 1999; Peteraf, 1993) to build a model for the economic governance and the boundary decision of public firms.

Overview of Transaction Cost Economics (TCE)

The TCE remains the most dominant paradigm for the firm boundary decision (Coase, 1937; Williamson, 1975, 1985). Coase argued that uncertainty in the real world prevents the price mechanisms from achieving the most efficient transactions in the perfect markets. Accordingly, firms economize its operations by reducing both costs and uncertainty by implementing policies such as long term labor contracts. However, according also to Coase, firms can only drive cost savings through price mechanisms up to a certain limit. As an organization grows in size, internal coordination costs increase until the organization is eventually scattered between integrating transactions and dealing with the markets. Williamson (1975 & 1985) extend this line of thought by proposing the TCE as a framework that facilitates an analysis of the comparative costs of planning, adapting, and monitoring task completion under different governance structures (Williamson, 1985). The unit of analysis in TCE is a transaction, which occurs when a good or service is transferred across a technologically separate interface (Williamson, 1985). According to Williamson (1985), transactions' costs can be categorized into two main categories; ex ante reasons such as drafting, negotiating, and safeguarding agreements between the parties to a transaction; and ex post reasons such as mal-adaption, haggling, establishment, operational, and bonding costs. In TCE, decision makers must weigh up the production and transaction costs associated with executing a transaction within their organizational boundaries i.e. insourcing versus the production and transaction costs associated with executing the transaction in the market i.e. outsourcing or privatizing in case of public assets. If they choose to use the market, they must then determine the appropriate type of contract to use.

According to Williamson (1985), transactions' costs evolved due to five factors; two human and three environmental factors. The two human factors are:

1. **Bounded Rationality:** where humans are unlikely to have the abilities or resources to manage every state-contingent outcome that might

arise in the related transaction.

2. **Opportunism:** where humans will always act to increase their self-interests.

The three environmental factors are:

1. **Uncertainty:** uncertainty intensifies the problems driven by bounded rationality and opportunism.

2. **Small Numbers of Players:** if only a small number of players exist in a certain marketplace, then a player participating to a transaction may find difficulty in disciplining other players participating to the same transaction through the alternative possibility of replacing one player by another within that marketplace.

3. **Asset Specificity:** asset specificity is the value of a certain asset that is attached to a particular transaction i.e. the value supported by this particular transaction. The player who invested in an asset associated with a particular transaction may gain losses if another player participating to the same transaction, who has not invested in the asset, withdraws from the transaction. The threat of a player participating to a particular transaction to act opportunistically leads to the so called "hold-up" problem.

Economic Governance and Firm Boundary Decision in TCE

Within the TCE paradigm, Williamson argues that three dimensions of a transaction affect the type of governance structure selected for the transaction. The three dimensions are asset specificity, uncertainty, and frequency. Obviously, as asset specificity and uncertainty increase, the risk of opportunism increases and hence opportunism leads to an increase in transaction costs. Therefore, decision makers are more likely to choose a hierarchical (firm-based) governance structure. As frequency increases, the comparative advantage of using market governance structures decreases since the costs of hierarchical governance structures can be paid back across more instances of the transaction. Accordingly, Williamson and Masten (1995) argue that what determines the vertical scope of a firm, i.e. the choice between the keep/in source mechanisms versus the buy/outsource/privatize mechanisms, is the trade-off between the firm-based transaction costs and the relative benefits of utilizing market-based mechanisms, and thus determining the firm boundary decision.

Transaction cost economies as a determinant of firm boundary has been the subject of several empirical studies. David and Han (2004) argue that these studies provide mixed support for the TCE paradigm. They considered 63 articles for analysis that include 308 empirical tests of core TCE, 144 of them (47%) were statistically significant and supported the theory, 133 (43%) were statistically non-significant results, and 31 (10%) were statistically significant in the opposite direction to the TCE. David and Han argue that the observed inconsistent result in the different TCE researches may be caused by number of factors, mainly, the model misspecification, the relative validity of the selected constructs (independent and dependant variables), the inadequate operationalization mechanisms, and the relative absence of scope conditions and moderating variables.

In this paper it is claimed that inconsistency of TCE researches results can be also attributed to other factors in addition to the earlier ones listed

above. These factors are resources and capabilities, from a resource-based view (RBV), which can provide a strategic instrument for defining the boundary decision of public assets and firms.

Overview of the Resource-Based View (RBV)

Most researchers and scholars consider Jay Barney as the father of modern resource-based view (RBV). He coined his theory in 1991 based on the assumption that heterogeneity at the firm level among other firms within a certain business environment can drive or cause sustained competitive advantages (SCA) at the firm level. In order to transform a short-run competitive advantage into a sustained competitive advantage (SCA), it requires that resources are heterogeneous in nature and not perfectly mobile (Barney, 1991). He argued that, in RBV, firm resources are assumed to include all assets, capabilities, organizational processes, firm attributes, information, knowledge, etc; controlled by a firm that enable the firm to conceive of and implement strategies that improve its efficiency and effectiveness. Accordingly, in order to maximize the profit return of a firm, the firm's management should emphasize on the strategic dimension of identifying, developing and deploying the firm's resources. For a perfectly competitive strategic factor market for a resource, the price of the resource will be a reflection of the expected discounted future returns (Barney, 1991). The actual measure, according to Barney, upon which a resource can be a source of a competitive advantage, is the difference between the spot price (cost) of the competitive advantage and the future discounted rent gained from strategic resource development. In this context, he argued that a resource can be a source of SCA if it is:

- **Valuable:** If the resource enables a value-creating strategy that improves efficiency and effectiveness by outperforming competitors or resolving weaknesses (Barney, 1991).

- **Rare:** If a resource is possessed by large number of competitors, then it will not be the source of a SCA. Thus, the resource must be rare in order to be of value.

- **Inimitable:** If a valuable resource is controlled by only one firm, it can be a source of a competitive advantage. If competitors are unable to perfectly imitate this strategic asset, then this competitive advantage can be sustained (Barney, 1991).

- **Non-substitutable:** If the resource cannot be substituted with another strategically equivalent resource, then it can be a source of a SCA. Barney argues that if competitors are able to counter the value-creation strategy of a firm using a substitute, then the prices of the competitive advantage become equal to the discounted future rents resulting in zero economic profit.

The above Valuable, Rare, Inimitable, and Non-substitutable (VRIN) notion represents the RBV boundary conditions framework introduced by Barney (1991). Accordingly, the RBV framework for SCA can be represented as follow:

1. Identification of potential key organizational resources.
2. Resource assessment based on the VRIN mode.
3. Maintain and protect resources that successfully possess the VRIN

criteria to drive SCA and hence improve organizational efficiency and effectiveness.

The RBV of Economic Governance and Firm Boundary Decision

In RBV, firm's resources, both tangibles and intangibles, are those assets that enable business to exist including capabilities derived within the firm's boundaries (Peteraf, 1993) and improve its efficiency and effectiveness (Barney 1991). As a result, this definition covers tangible resources such as human, financial, and physical capitals as well as intangible resources such as climate, structures, processes, and skills. Heterogeneity in intra-industry firm performance is caused by the fact that firms have different bundles of resources and capabilities (Barney, 1991; Peteraf, 1993). Therefore, VRIN analysis is conducted to assess firm's resources according to the following framework:

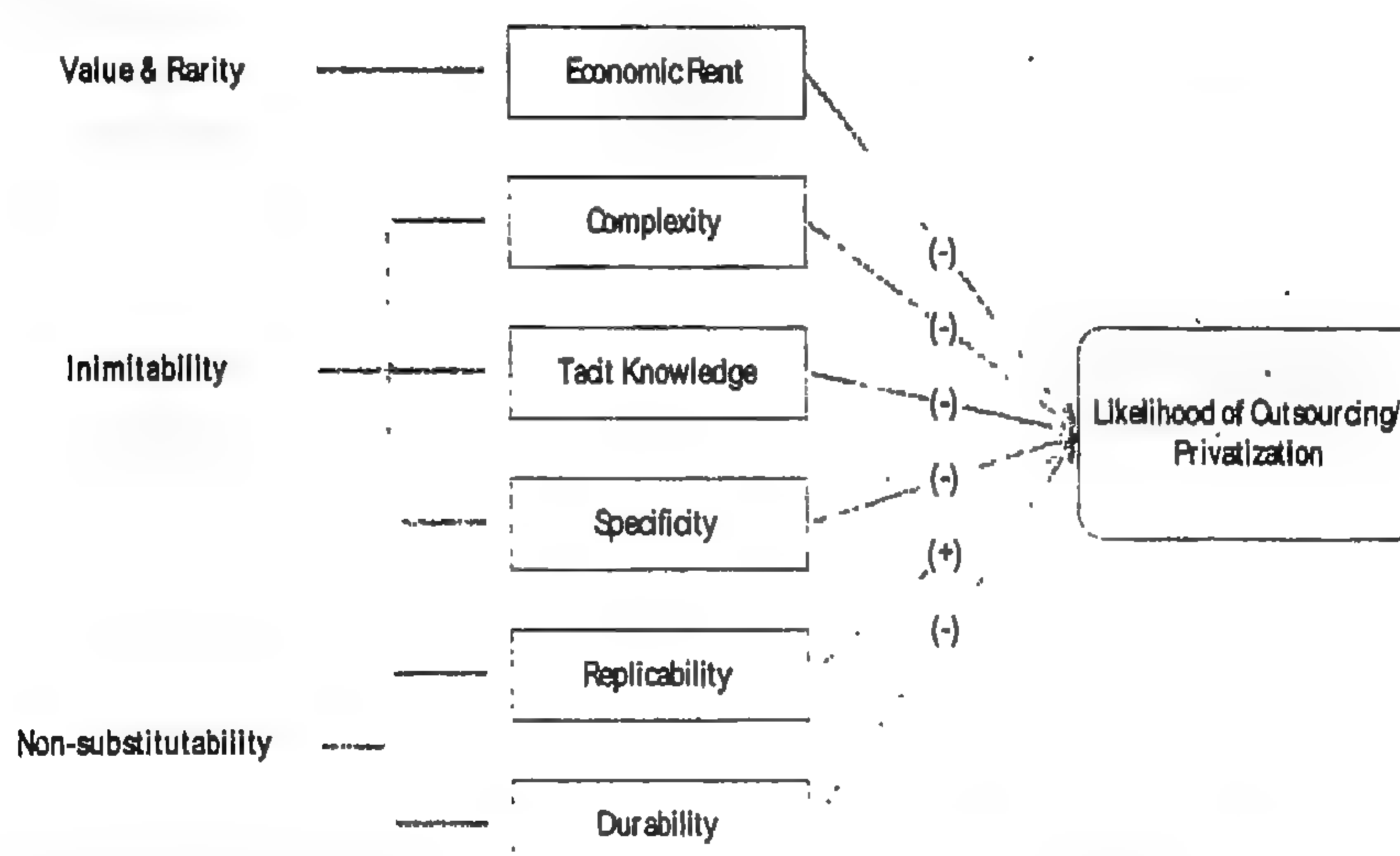


Figure (1): A resource-based model for the boundary decision of outsourcing/privatization

- **Valuable and Rare:** Those resources that cause the firm to earn Ricardian rents¹. The RBV suggests that valuable and rare resources are maintained within firm's boundaries, and hence the first hypothesis will be:

Hypothesis 1: Resources that contribute more to the value of a product (i.e. increase the economic rent) are those that have the least likelihood for outsourcing or privatization i.e. the highest likelihood to be insourced.

- **Inimitable:** The key factor, behind sustained rents, is that the efficient resource remains efficient and rare. Thus, efficiency depends on

¹ Reference to *David Ricardo*, who articulated *the Law of Rent* (1809), as one of the earliest clear definition for economic rent (based on agricultural model) which states that the economic rent of a piece of land is equal to the economic advantage obtained from it in its most productive use relative to the advantage of using marginal (poorest and most costly) land for the same purpose under the same conditions (such as labor, capital, etc.).

that other firms do not possess equivalent or superior resources. Therefore, the concept of “isolating mechanisms” (Rumelt, 1984) is introduced to protect the firm from imitation by explaining why and how other firms cannot imitate a resource to the degree that would make them able to compete with the firm possessing the strategic asset (Mahoney and Pandian, 1992). Isolating mechanisms include several forms such as property rights to resources, learning and development, and being resistive to imitation by competitors (Rumelt, 1987) using mechanisms such as causal ambiguity. Causal ambiguity (Peteraf, 1993) is an important factor of inimitability in which the source behind firm’s competitive advantage is unknown. Causal ambiguity (Peteraf, 1993) is more likely to happen when the strategic asset is historical condition, knowledge-based or social complexity. A similar understanding of causal ambiguity (Lippman *et al.*, 1982; Rumelt, 1984) refers to the uncertainty regarding the causes of efficiency difference across firms, and is one barrier to the successful imitation of an efficient resource of a firm. Tacitness (knowledge-based), complexity and specificity (e.g., historical reasons) in a firm’s skills and resources have been identified as sources of causal ambiguity (Reed *et al.*, 1990). These types of resources are more idiosyncratic in a very distinctive way to the firm that possesses them (Mahoney and Pandian, 1992; Peteraf, 1993). Therefore, the second hypothesis will be:

Hypothesis 2a: Resources that are complex in nature, i.e. imperfectly imitable, are those that have the least likelihood for outsourcing or privatization i.e. the most likelihood to be insourced.

Hypothesis 2b: Resources that possess tacit knowledge, i.e. imperfectly imitable, are those that have the least likelihood for outsourcing or privatization i.e. the most likelihood to be insourced.

Hypothesis 2c: The higher the resource specificity, the lower the likelihood for outsourcing or privatization i.e. the higher the likelihood to be insourced.

- **Non-substitutable:** The last dimension that derive sustainability of economic rent is that there are no strategically equivalent valuable substitution resources that are themselves rare and inimitable (Barney, 1991). Barney (1991) argues that two valuable firm resources (or two sets of firm resources) are strategically equivalent when each of them can be exploited separately to implement the same strategy. Accordingly, non-substitutability of valuable, rare, and inimitable resources depends on the ability of rivals to replicate a resource by monitoring and analyzing input-output combinations. Thus, a successful substitute would derive the same economic rent as the original resource. In addition, sustainability is determined by the durability of the competitive advantage gained in terms of the rate at which the resource’s competitive advantage depreciate or become obsolete. Therefore, the third hypothesis will be:

Hypothesis 3a: Replicable resources are those that have the most likelihood for outsourcing or privatization i.e. the least likelihood to be insourced.

Hypothesis 3b: Durable resources are those that have the least likelihood for outsourcing or privatization i.e. the most likelihood to be insourced.

insourced.

Methodology

Sample and data collection

Phase 1:

- Instrument: Structured interview
- Sample: 5 senior executive from the public business sector companies
- Purpose: to create a clear understanding about how top executives of the public sector perceive firm boundary and what factors may impact the firm boundary decision

Phase 2:

- instrument: Closed-ended survey
- Sample: 32 senior executive including the 8 heads of the 8 companies plus three randomly selected senior executives (at least general managers) from each company.
- Purpose: to collect the primary data used to empirically test the research hypotheses.

Measurement of dependant variable:

Resource outsourcing/privatizing

- Operationalization: by questioning the extent to which the resource is outsourced/privatized as a percentage value.
- Scale: binary scaled with value equal "1" if the resource is outsourced/privatized and equal "0" if insourced, i.e., for percentage of outsourcing = 0 - 50%, construct value = 0, and for percentage of outsourcing = 51-100%, construct value = 1.
- The measure percentage of outsourcing is bi-modal, with 86% of resources being insourced, 8% being completely outsourced (privatized), and 6% being partially outsourced/privatized.

Measurements of independent variables:

Value and rarity

The value and rarity of a resource is operationalized on multiple dimensions extended beyond the return of the economic rent of the resource. Thus, the value and rarity of a given resource is comprised of a three-item scale with a coefficient alpha of 0.755. The scale assesses the value and rarity contribution of a given resource based on:

1. The extent to which the resource contributes to performance of the firm
2. The extent to which it is considered as a strategic asset to the firm
3. The extent to which a satisfactory alternative resource may exist
4. The extent to which the resource helps the firm differentiates its products and services

Inimitability

Inimitability was operationalized through four items, and has three dimensions. The first two dimensions of inimitability represent sources of causal ambiguity of the given resource. Complexity is the first measure of causal ambiguity and is a scale comprised of two items. The first item measures complexity simply by asking respondents if they considered the

resource is complex, while the second item measures whether the resource is comprised of several different skills and technologies. The greater the number of different skills and technologies embedded in the resource, the more it would be considered complex. Resource complexity had an alpha of 0.70.

The second dimension of causal ambiguity is the tacit knowledge of the resource. The item representing this dimension measures the level of know-how and knowledge that is not documented and present in the minds of employees only.

The third dimension of inimitability is the specificity of the resource. The more specific characteristics the resource holds, the higher the barrier for imitation.

Non-substitutability

Non-substitutability is operationalized through two items representing its two dimensions. The first dimension of non-substitutability is the ease with which the resource can be replicated based on the final output. The easier it is to replicate a resource, the lower the possibility to substitute it.

The second dimension of non-substitutability is durability. The item representing this dimension is the measure of the rate at which the resource depreciates or becomes obsolete.

Table 1: Dependent and Independent Variables Summary	
1. <u>Dependent Variable:</u>	
<i>Resource outsourcing/privatizing</i>	
Percentage of outsourcing (binary; 0-50% = 0, 51-100% = 1)	
2. <u>Independent Variables</u>	
<i>Value and rarity ($\alpha=0.755$)</i>	
• Contribution to performance	
• Considered as a strategic asset	
• Possibility of alternative	
• Product /service differentiation	
<i>Inimitability</i>	
• Complexity ($\alpha=0.703$)	
• Tacit knowledge ($\alpha=0.519$)	
• Specificity ($\alpha=0.773$)	
<i>Non-substitutability</i>	
• Replicability ($\alpha=0.476$)	
• Durability ($\alpha=0.802$)	

Results

A logistic regression analysis using the logit function model is conducted for three models. Since the logit function is used to estimate the effects of the theoretical covariates on the likelihood of outsourcing/privatizing a resource. Thus, a positive coefficient indicates that the variable is positively related to the likelihood of outsourcing. The results are reported for the three different models in order to illustrate the consistency of estimate results across different specifications. It is found that 42% of the resources which are present in the sample are outsourced, and the remaining 58%

completely insourced.

Model 1:

This is the base model that includes only measure of “value and rarity”. The coefficient of the “value and rarity” measure is negative and highly significant, providing support for hypothesis 1 and indicating that as the “value and rarity” contribution to resource increases, the likelihood of it being outsourced decreases.

Model 2:

In model 2, the measures of the three constructs of inimitability are added to the measure of “value and rarity” (model 1). The coefficients of the three constructs of inimitability are negative. The complexity and the specificity constructs are significant ($p < 0.05$), providing support for hypotheses 2a and 2c. Therefore, complex resources and resources that have specific characteristics are those that have the lowest possibility of being outsourced or privatized. It is noticeable that the tacit knowledge construct is weakly significant ($p < 0.1$).

Model 3:

In the last model, the two construct of non-substitutability are introduced in addition to model 2. The coefficients of the two constructs of the non-substitutability are negative. The durability is significant ($p < 0.05$) providing support for hypothesis 3c. Accordingly, a resource that is durable is mostly a non-substitutable resource and thus has the least likelihood of being outsourced or privatized. It is also noticeable that the replicability construct is weakly significant ($p < 0.1$).

Conclusion

The strength of the effects of the estimated coefficients across the different model specifications suggests that the RBV substantially influence the public assets’ decision of keep/insource vs. outsource/privatize decision. That can be perceived through the strong support for the role of the RBV in the public firms’ boundary decision across the different model specifications. Thus it can be concluded that resources that are valuable, rare, inimitable and non-substitutable are more likely to be retained within a public firms boundaries than to be outsourced or privatized.

Possible Future Extensions

In order to further the research model, it would be of value to:

1. Introduce the Porter’s value chain analysis model to analyze the complete value-chain of a product and to investigate the area of primary experience and strength to the firm by applying the RBV along the chain to identify the *center of gravity* of the firm. The firm’s center of gravity (resource) is the part of the value-chain that is most important to the firm and the point where its greatest expertise and capabilities (i.e. its core competencies) lie. Accordingly, the RBV can be used to assess the economic governance of the possible vertical integrations and hence the outsourcing/privatizing decision. Thus, the RBV will be the determinant of the industry boundary decision for the public firms.

2. Introduce the 5 forces of Porter’s model for industry analysis;

- i. Threat of new entrant
- ii. Rivalry Among Existing Firms

- iii. Threat of Substitute Products or Service
- iv. Bargaining Power of Buyers
- v. Bargaining Power of Suppliers

These constructs can represent the modeled moderating factors of the research model in order to realize the industry impact on the outsourcing/privatizing decision. This would increase the realism and the practicality of the research model and thus produces more accurate results.

3. Sample selection and representation can be also improved by suggesting a specific business industry and limit selection of participants to this industry. In addition, a more focused and structured selection of participants would allow grouping of participants in order to test the model across different specifications of firms. For instant, examining two groups; one represents the completely insourced firms and the other represents the partially outsourced/privatized firms would lead to a more accurate results in testing the research model

References

- Barney, J. B. (1991). Firm resources and sustained competitive advantage. *Journal of Management*, 17, 99–120.
- Barney J. B. (1999). How a Firm's Capabilities Affect Boundary Decisions. *Sloan Management Review* 40(3): 137-146
- Barney, J. B. (2001). Resource-based *theories* of competitive advantage: A ten-year retrospective on the resource-based view. *Journal of Management*, 6, 643–650.
- Barney, J. B. (2001). Is the resource-based “view” a useful perspective for strategic management research? Yes. *Academy of Management Review*, 26, 1, 41–56.
- Castanias, R., & Helfat, C. (1991). Managerial resources and rents. *Journal of Management*, 17, 1, 155–172.
- Castanias, R., & Helfat, C. (2001). The managerial rents model: Theory and empirical analysis. *Journal of Management*, 6, 661–678.
- Chandler A., Hikino T. 1990. *Scale and Scope: the Dynamics of Industrial Capitalism*. Belknap
- Coase R. H. 1937. The Nature of the Firm. *Economica* 4(16): 386-405
- Coff, R. (1999). When competitive advantage doesn't lead to performance: The resource-based view and stakeholder bargaining power. *Organization Science*, 10 (2), 119–133.
- Conner, K. (1991). Historical comparison of resource-based theory and five schools of thought within industrial organization economics: Do we have a new theory of the firm? *Journal of Management*, 17, 1, 121–154.
- David R. J., Han S. K. (2004). A Systematic Assessment of the Empirical Support for Transaction Cost Economics. *Strategic Management Journal* 25(1): 39-58
- Eisenhardt, K. M., & Martin, J. A. (2000). Dynamic capabilities: What are they? *Strategic Management Journal*, 21 (10–11), 1105–1121.
- Fiol, M. (1991). Managing culture as a competitive resource: An identity-based view of sustainable competitive advantage. *Journal of*

Management, 17, 1, 191–211.

- Fiol, M. (2001). Revisiting an identity-based view of sustainable competitive advantage. *Journal of Management*, 6, 691–699.
- Franklin, S., Lockett, A., & Wright, M. (2001). Academic and surrogate entrepreneurs in university spin-out companies. *Journal of Technology Transfer*, 26 (1–2), 127–141.
- Grossman S. J., Hart O. D. (1986). The Costs and Benefits of Ownership: A Theory of Vertical and Lateral Integration. *The Journal of Political Economy* 94(4): 691–719.
- Lippman, S.A.; Rumelt, D.P., (1982), Uncertain Imitability: An Analysis of Interfirm Differences in Efficiency Under Competition. *The Bell Journal of Economics*; 13, (2), pp.418–438.
- Mahoney, J.T.; Pandian, J.R. (1992), The Resource-Based View Within the Conversation of Strategic Management. *Strategic Management Journal*; 15, (5), pp. 363–380.
- Mahoney, J. (2001). A resource-based theory of sustainable rents. *Journal of Management*, 6, 651–660.
- Peteraf M. A. (1993). The Cornerstones of Competitive Advantage: A Resource-Based View. *Strategic Management Journal* 14(3): 179–191 .
- Pfeffer, J., & Salancik, G. R. (1978). *The external control of organizations: a resource dependence perspective*. New York: Harper & Row.
- Priem, R., & Butler, J. (2001). Is the resource-based “view” a useful perspective for strategic management research? *Academy of Management Review*, 26 (1), 22–40.
- Reed, Richard and Robert J. DeFillippi. (1990). "Causal ambiguity, barriers to imitation and sustainable competitive advantage." *Academy of Management Review*. 15 (January): 88–102.
- Rumelt R. P. (1984). Towards a Strategic Theory of the Firm. 556–570.
- Rumelt R. P. (1987). Theory, Strategy, and Entrepreneurship. In D Teece (Ed.), *The Competitive Challenge*: 137–158. Ballinger: Cambridge, MA.
- Williamson O. E. (1975). *Markets and Hierarchies: Analysis and Antitrust Implications*. The Free Press: New York.
- Williamson O. E. (1985). *The Economic Institutions of Capitalism*. Free Press: New York.
- Williamson, O. E. and S. E. Masten (1995). *Transaction Cost Economics, Theory and Concepts*, Edward Elgar Publishing Limited.

تقييم كفاءة صناديق الاستثمار فى تخصيص الموارد بالبورصة المصرية

دكتور مصطفى النشترى
أستاذ الاقتصاد المساعد
وكيل كلية الإدارة والاقتصاد
جامعة مصر للعلوم والتكنولوجيا

مقدمة

يعتبر رفع معدلات النمو الاقتصادي من أهم أهداف برنامج الإصلاح الاقتصادي فى مصر، ويتوقف تحقيق هذا الهدف على حجم وكفاءة الاستثمارات، حيث يعد تخصيص الموارد الاستثمارية فى القطاعات والأنشطة الاقتصادية المختلفة هو العامل الحاسم فى تحديد معدل النمو الاقتصادي.

تعتبر قضية توفير الموارد المالية اللازمة لرفع معدلات الاستثمار وتحقيق كفاءة تخصيص تلك الموارد بين الأنشطة الاقتصادية المختلفة، إحدى القضايا التي حظيت باهتمام كبير خلال الربع الأخير من القرن العشرين، وفى البداية ركزت الدراسات الاقتصادية على الدور الهام الذي يلعبه القطاع المالي فى تعبئة المدخرات وتوفير التمويل اللازم للنمو الاقتصادي فى كل من إنجلترا وفرنسا وألمانيا ثم اليابان.

أهمية البحث:

وتعتبر صناديق الاستثمار المالية محور النشاط الاستثمارى حيث تربط تلك الصناديق بين قطاعات الإدخار وقطاعات الاستثمار، حيث تؤمن تلك الصناديق الأصول المالية لقطاعات الإدخار، كما توفر تلك الصناديق الأموال اللازمة لتمويل الاستثمارات، لذلك ينبغي تحديث صناديق الاستثمار لتقوم بدورها المنشود فى تخصيص الموارد فى أسواق الأوراق المالية فى الدول النامية التي تعاني من انخفاض الدخل القومي وإنخفاض حجم الإدخار وعجز الطرق التقليدية عن تعبئة المدخرات وتوجيهها نحو الاستثمارات الجيدة.

والسؤال الرئيسى المطروح الآن هو إلى أي مدى يمكن لصناديق الاستثمار فى مصر أن تقوم بكفاءة بدورها المنشود فى تخصيص الموارد، فى ظل القصور الحالي فى الموارد اللازمة لتمويل التنمية وإنخفاض معدل الإدخار.

أهداف البحث:

يمكن تحديد الهدف من البحث فيما يلى:

(١) الكشف عن خصائص صناديق الاستثمار وأهدافها وأنواعها والتحديات التي تواجهها.

(٢) الكشف عن دور صناديق الاستثمار فى تعبئة المدخرات.

(٣) تقييم السياسة الاستثمارية لصناديق الاستثمار وتحديد الأهداف الرئيسية للسياسة الاستثمارية وتقييم السياسات الاستثمارية في صناديق الاستثمار المختلفة.

(٤) الكشف عن العوامل المؤثرة على كفاءة صناديق الاستثمار في تخصيص الموارد بالبورصة المصرية.

مشكلة البحث:

تتأثر قدرة صناديق الاستثمار على تخصيص الموارد في البورصة المصرية بتوافر الطلب على وثائق الاستثمار التي تصدرها تلك الصناديق عند قيام بدورها المنشود في تعبئة المدخرات، كما يتأثر أيضاً بتوافر المعروض من الأوراق المالية في البورصة المصرية، حيث تؤثر كفاءة البورصة على قدرة صناديق الاستثمار على القيام بدورها المنشود في تخصيص الموارد المالية في الاستثمارات الأكثر كفاءة.

الأمر الذي أدى إلى طرح عدد من التساؤلات على النحو التالي:

(١) ما هي المتغيرات البيئية الخارجية المؤثرة على كفاءة صناديق الاستثمار في تخصيص الموارد.

(٢) ما هي المتغيرات البيئية الداخلية المؤثرة على كفاءة صناديق الاستثمار في تخصيص الموارد.

ويمكن تحديد مشكلة البحث أن كفاءة صناديق الاستثمار في تخصيص الموارد تتأثر بدرجة كفاءة البورصة المصرية، والمطلوب من صناديق الاستثمار رسم سياستها الاستثمارية وتنفيذها في ضوء مؤشرات تقييم كفاءة البورصة المصرية.

حدود البحث:

يمكن حصر حدود البحث في النقاط التالية:

(١) يتجه البحث إلى دراسة الصناديق المفتوحة وبصفة خاصة صناديق النمو الرأسمالي وصناديق العائد الدوري وصناديق العائد والنمو الرأسمالي ولا تمتد إلى صناديق الاستثمار المغلقة.

(٢) يغطي البحث الفترة من ٢٠٠٢ - ٢٠٠٧ بإعتبار سنة ٢٠٠٢ سنة الأساس.

(٣) فيما يتعلق بالسياسة الاستثمارية لصناديق الاستثمار يقتصر التحليل على عدد (٩) صناديق استثمار مفتوحة.

(٤) فيما يتعلق بدور صناديق الاستثمار في تعبئة المدخرات يقتصر التحليل على عدد (٩) صناديق استثمار مفتوحة.

فروض البحث:

قام الباحث من أجل تحقيق أهداف البحث بإختبار مدى صحة أو خطأ الفروض التالية:
الفرض الأول: أن كفاءة صناديق الاستثمار في تخصيص الموارد تتأثر بمجموعة من المتغيرات البيئية الداخلية التي ترتبط بالجوانب الإدارية لعملية الاستثمار في صناديق الاستثمار بصفة عامة والأساليب المستخدمة في إدارة محفظة الاستثمار بصفة خاصة.

الفرض الثانى: أن كفاءة صناديق الاستثمار فى تخصيص الموارد تتأثر بمجموعة من المتغيرات البيئة الخارجية التى ترتبط بدرجة كفاءة البورصة المصرية.
أسلوب البحث:

تتضمن هذه الدراسة جمع وتحليل المعلومات المتعلقة بالأنشطة الاستثمارية لصناديق الاستثمار فى مصر، وقد تم تجميع هذه البيانات من عدة مصادر أهمها التقارير المنشورة عن البورصة المصرية والقوائم المالية لصناديق الاستثمار فى مصر.
إعتمدت الدراسة على البحوث التى لها علاقة بموضوع البحث فضلاً عن المراجع والدوريات العلمية المتخصصة.

خطة البحث:

تهدف خطة البحث إلى وضع تصور أو مفهوم نظرى لدور صناديق الاستثمار فى تخصيص الموارد بالبورصة المصرية، بكافة أبعاده ومتغيراته من مفاهيم ومعطيات وفروض يقدم لنا تفسير واضح لواقع صناديق الاستثمار، ويمكننا من إستخلاص النتائج ويسمح لنا بالتنبؤ بالمستقبل.
وعلى ضوء أهمية البحث وأسلوبه ومنهجه تناولت هذه الدراسة الموضوعات التالية:

(١) يناقش المبحث الأول خصائص صناديق الاستثمار وطبيعتها وأهدافها ليتسنى لنا التعرف على أنواع تلك الصناديق والكشف عن التحديات التى تواجه نشاط تلك الصناديق.
(٢) يناقش المبحث الثانى دور صناديق الاستثمار فى تعبئة المدخرات ليتسنى لنا التعرف على مزايا تلك الصناديق بالنسبة للمدخرين وضوابط حماية أصحاب وثائق الاستثمار، ودور كل من صناديق العائد الدورى وصناديق العائد والنمو الرأسمالى وصناديق النمو الرأسمالى فى تعبئة المدخرات.

(٣) يناقش المبحث الثالث تقييم السياسة الاستثمارية لصناديق الاستثمار بهدف التعرف على خصائص السياسة الاستثمارية لكل من صناديق العائد والنمو الرأسمالى وصناديق العائد الدورى وصناديق النمو الرأسمالى.

(٤) يناقش المبحث الرابع العوامل المؤثرة على كفاءة صناديق الاستثمار فى تخصيص الموارد ليتسنى لنا التعرف على تأثير كما من زيادة حجم الإصدارات وزيادة القيمة السوقية للأسهم وزيادة الاستثمار الأجنبى غير المباشر وزيادة حجم سوق التداول وزيادة سيولة سوق التداول ومدى كفاءة التسعير فى البورصة بالإضافة إلى تأثير إرتفاع درجة التركيز فى البورصة.

المبحث الأول

أهمية صناديق الاستثمار وخصائصها وأنواعها

إذا رغب المدخر فى استثمار أمواله فى الأوراق المالية لابد أن يتوافر له الخبرة والمعرفة الفنية لتكوين محفظة مالية تتسم بالكفاءة، ويقصد بالمحفظة المالية الكفاء تلك المحفظة من الأوراق المالية كالأسهم والسندات التى تعطى أعلى عائد لدرجة مخاطر معينة محسوبة، أو التى تعطى نفس العائد لدرجة مخاطر محسوبة أقل، تكوين مثل هذه المحفظة ليس بالأمر السهل إذ

يتطلب الأمر توافر قدر عال من التعليم المتخصص والخبرة في القائمين بإدارة تلك المحفظة، بالإضافة إلى ضرورة توافر الوقت الكافي لمتابعة السوق، وأيضاً ضرورة توافر القدر الملائم من الأموال لتوفير الحد الأدنى من التمويل اللازم.

ولذا فإنه يمكن التغلب على هذه المشاكل والصعاب عن طريق صندوق الاستثمار الذي يقوم بتجميع المدخرات من الأفراد والشركات ذات الفوائض المالية بكميات كبيرة والقيام باستثمار هذه المدخرات، وفقاً لشروط وقواعد معينة - في الأوراق المالية لتحقيق أهداف محددة لهذا الصندوق، وذلك كله بواسطة إدارة محترفة - يتم تأجير خدماتها - تسمى (مدير الاستثمار) ومن خلال صناديق الاستثمار يتم تجميع مدخرات الأفراد والمؤسسات مقابل إعطائها أوراقاً مالية تسمى وثائق الاستثمار، ويقوم هذا الصندوق بتأجير خدمات جهة محترفة تسمى (مدير الاستثمار) الذي يقوم بتكوين وإدارة محفظة مالية مكونة من أوراق مالية مقابل مبالغ معينة تسمى أتعاب إدارة، لتحقيق عوائد معينة للصندوق يشارك في إقتسامها مع أصحاب حملة الوثائق وذلك وفقاً لشروط تعاقدية وقانونية معينة.

أولاً: خصائص صناديق الاستثمار

تلعب صناديق الاستثمار دوراً رئيسياً في الاقتصاد القومي سواء على مستوى سوق الإصدار أو سوق التداول حيث تهدف تلك الصناديق إلى تجميع المدخرات من الأفراد والمؤسسات وإعادة استثمارها في الأوراق المالية لما لها من خبرة ومعرفة في مجال إدارة المحافظ المالية وتستفيد تلك الصناديق من الأرباح المتحققة حيث يتم توزيع تلك الأرباح بينها وبين المدخرين. ^(١) يمكن تلخيص السمات أو الخصائص الرئيسية لصناديق الاستثمار في مصر وفقاً لقانون سوق رأس المال ولائحته التنفيذية فيما يلي: ^(٢)

- (١) أن يأخذ صندوق الاستثمار شكل "شركة مساهمة مصرية" برأس مال مدفوع بالكامل.
- (٢) تكون أغلبية مجلس إدارة الصندوق من غير المساهمين أو المتعاقدين معه أو ممن تربطهم به علاقة أو مصلحة.
- (٣) أن تتولى إدارة الصندوق إحدى الجهات المتخصصة في إدارة صناديق الاستثمار يطلق على هذه الجهة اسم "مدير الاستثمار" تتوافر فيها شروط قانونية معينة.
- (٤) أن يكون مجال الاستثمار الرئيسي للصندوق هو الأوراق المالية حيث لا يجوز للصندوق مزاوله أية أعمال مصرفية أو المضاربة في العملات أو المعادن النفيسة وغيرها من مجالات الاستثمار.
- (٥) يمكن للصندوق أن تشتمل مصادر تمويله - بالإضافة إلى رأس المال المدفوع للصندوق وإجمالي وثائق الاستثمار - على القروض بشرط ألا تتجاوز قيمة تلك القروض عن ١٠% من قيمة الوثائق القائمة، على أن يكون القرض قصير الأجل وبموافقة البنك الذي يحتفظ لديه الصندوق بالأوراق المالية التي يستثمر أمواله فيها.
- (٦) يقوم صندوق الاستثمار بالاحتفاظ بالأوراق المالية التي يستثمر أمواله فيها لدى أحد البنوك الخاضعة لأشراف البنك المركزي المصري.

(٧) يقوم صندوق الاستثمار مقابل أموال المستثمرين المجموعة لديه بإصدار أوراق مالية في صورة (وثائق استثمار) اسمية بقيمة واحدة وتخول هذه الوثائق للمستثمرين حقوقاً متساوية قبل الصندوق ويكون لحامليها حق الاشتراك في الأرباح والخسائر الناتجة عن إستثمارات الصندوق بنسبة ما يملكه وفقاً للشروط والأوضاع التي تبنيها نشرة الاكتتاب للصندوق.

(٨) لا يجوز للصندوق إصدار وثائق استثمار لحاملها. إلا وفقاً للشروط والأوضاع التي يحددها مجلس إدارة الهيئة العامة لسوق المال في كل حالة على حدة وبشرط إلا يزيد عدد هذه الوثائق على ٢٥% من مجموع الوثائق المصدرة.

(٩) الحد الأدنى للقيمة الاسمية لوثيقة الاستثمار عند الإصدار هو عشرة جنيهات والحد الأقصى هو ألف جنيه ويحدد الصندوق القيمة الاسمية في ضوء هذه الحدود.

(١٠) ينقضي الصندوق إذا انخفض عدد وثائق الاستثمار إلى ٥٠% من إجمالي عدد الوثائق المكتتب فيها، ما لم يقرر أغلبية حمله الوثائق إستمرار نشاطه في إجتماع تدعو إليه الشركة ويحضره ممثل عن الهيئة العامة لسوق المال.. وينقضي الصندوق في جميع الأحوال إذ انخفض عدد الوثائق عن ٢٥% من العدد المكتتب فيه.

(١١) يمكن أن يتم الاكتتاب في وثائق الاستثمار التي تصدرها عن طريق الاكتتاب العام أو الاكتتاب المغلق.

(١٢) الحد الأدنى لرأس مال شركة صندوق الاستثمار سواء كان ذلك الصندوق صندوق عام أو صندوق تابع لأحد البنوك أو شركات التأمين خمسة ملايين جنيه.

ثانياً: أهداف صناديق الاستثمار

الهدف الرئيسي لصناديق الاستثمار هو تعبئة المدخرات وإستثمارها في الأوراق المالية، وهناك العديد من الأهداف التي تسعى صناديق الاستثمار إلى تحقيقها، ويمكن حصر أهم تلك الأهداف فيما يلي: (٣)

(١) تدوير محافظ الأوراق المالية للصندوق بهدف تحقيق ربحية عالية للصندوق وكذلك زيادة فاعلية محفظة الأوراق المالية التي يمتلكها الصندوق.

(٢) تجميع أموال المدخرين وتوجيهها لمجالات الاستثمار الجيدة، الأمر الذي يؤدي إلى تنشيط سوق الأوراق المالية وزيادة فاعليتها، حيث يتيح صندوق الاستثمار لصغار المدخرين الفرصة للتعامل مع سوق الأوراق المالية.

(٣) توفير متابع إستثماري جيد يشجع طوائف عديدة من المدخرين على إستثمار أموالهم في الأوراق المالية.

(٤) تقليل وتوزيع مخاطر الاستثمار من خلال تعدد مجالات الاستثمار، وكلما زادت رغبة الصندوق في تحقيق ربح مرتفع كلما زادت درجة تقبل الصندوق للمخاطر، وكلما توزعت أوراقه وتنوعت بين أسهم شركات وسندات وأذون خزانة كلما أمكن تقليل المخاطر.

ثالثاً: التحديات التي تواجه صناديق الاستثمار في مصر

تعتبر صناديق الاستثمار من أهم المؤسسات المالية التي تجذب صغار المدخرين بصورة غير

مباشرة إلى الاستثمار في الأوراق المالية، وتواجه صناديق الاستثمار في مصر العديد من التحديات من أهمها ما يلي: (٤)

(١) التقلب في أسعار وثائق صناديق الاستثمار هو محصلة لتقلبات أسعار الأوراق المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية، وعندما ترتفع أسعار الأوراق المالية في البورصة يحدث ارتفاع في قيمة وثائق صناديق الاستثمار والعكس صحيح، وتزداد المشكلة عندما لا تتوافر معلومات تساعد على التنبؤ بالأسعار في البورصة.

(٢) عدد الأسهم الجيدة التي تجذب صناديق الاستثمار في مصر محدودة نسبياً مقارنة بعدد الأسهم والسندات في الأسواق المالية الدولية وهذه الظاهرة من شأنها أن تؤدي إلى ضيق المساحة التي يتحرك فيها مدير الإستثمار لبناء محفظة متنوعة.

(٣) النقص الشديد في الأدوات المتاحة لإدارة المخاطر، حيث لا يكفي التنوع في مكونات المحفظة للحد من تقلبات عائد الاستثمار في صناديق الاستثمار.

رابعاً: طبيعة صناديق الاستثمار

تعتبر صناديق الاستثمار من أهم المؤسسات المالية التي ظهرت حديثاً في مصر وتتولى تلك الصناديق تجميع المدخرات الخاصة بصغار المستثمرين، ثم تقوم بإدارة عمليات استثمار هذه الأموال، وتقوم تلك الصناديق بتوفير الإدارة المتخصصة في عمليات الاستثمار التي تتوافر لديها الوقت والخبرة والمعرفة اللازمة لإدارة عمليات الاستثمار، وتمكن تلك الصناديق المستثمر الصغير من الدخول في مجال الاستثمار، حيث تنوب تلك الصناديق عن المستثمر الصغير الذي لا يجد الوقت أو الخبرة لإدارة عمليات الاستثمار الخاصة به. (٥)

تتولى صناديق الاستثمار تجميع المدخرات من الجمهور بموجب صكوك أو وثائق استثمارية موحدة القيمة، وتتعاقد مع جهة أخرى تسمى مدير الاستثمار بغرض استثمار هذه المدخرات في الأوراق المالية لصالح المدخرين والمستثمرين معاً، وبالتالي تعتبر صناديق الاستثمار مؤسسات مالية وسيطة تقوم بتجميع مدخرات الأفراد وإستثمارها في الأوراق المالية من خلال جهة ذات خبرة في إدارة المحافظ المالية وفقاً لرغبات المستثمرين وإحتياجاتهم ودرجة تقبلهم للمخاطر. (٦)

خامساً: تصنيف صناديق الاستثمار وفقاً للهدف

تتعدد أنواع صناديق الإستثمار وفقاً للهدف من تكوين صناديق الاستثمار، لتتلاءم مع رغبات وإحتياجات المدخرين ومع تفضيلاتهم الزمنية للنقود، وتهدف صناديق الاستثمار الموجودة مصر إلى تحقيق عائد دورى أو تحقيق عائد دورى ونمو رأسمالي (عائد تراكمي) أو تحقيق نمو رأسمالي مع توزيع عائد أو منح أو جوائز بعد بلوغ القيمة السوقية للوثيقة حد معين.

ويمكن تصنيف صناديق الاستثمار وفقاً للهدف من تأسيسها إلى صناديق الاستثمار ذات الدخل الثابت وصناديق الاستثمار ذات الدخل المتغير وصناديق النمو الرأسمالي بالإضافة إلى الصناديق ذات الأهداف المزدوجة.

(١) صناديق الاستثمار ذات الدخل الثابت

تهدف صناديق الاستثمار ذات الدخل الثابت إلى تحقيق عائد على وثيقة الاستثمار من العائد

المحقق من وديعة مصرفية بنفس الأجل وبالتالي يكون الهدف هو تحقيق دخل ثابت أو محدد بصرف النظر عن نمو رأس المال، وتقتصر إستثمارات تلك الصناديق على السندات وأدوات المديونية الأخرى، وتتميز تلك الصناديق بأنها تحقق دخلاً من ناحية مع الإحتفاظ بقيمة رأس المال ضد التضخم، إلا أن العائد من هذا الصندوق يتعرض لتقلبات أسعار الفائدة، فإذا إنخفضت أسعار الفائدة إرتفعت قيمة السند والعكس صحيح، وتعتبر صناديق الدخل الثابت أحد أنواع صناديق الاستثمار فى السندات. (٧)

(٢) صناديق الاستثمار ذات الدخل المتغير

تهدف تلك الصناديق إلى الحصول على عائد مرتفع وعادة ما يتجه تشكيل محفظة الأوراق المالية بهذه الصناديق إلى الأسهم، وتقوم تلك الصناديق بتملك نسبة من أسهم الشركات المختلفة والمتاجرة فى الأسهم لتحقيق عائد مرتفع، وبالتالي تتعرض تلك الصناديق لمخاطر مرتفعة نظراً لطبيعة الاستثمار فى الأسهم، ويتحقق العائد على الاستثمار فى تلك الصناديق من توزيعات الأرباح السنوية للأسهم والزيادة الرأسمالية فى قيمة السهم.

(٣) صناديق النمو الرأسمالي

تهدف صناديق النمو إلى تحقيق تحسن فى القيمة السوقية للتشكيلة التي يتكون منها الصندوق لذلك تشمل محفظة صناديق النمو الرأسمالي على أسهم عادية لشركات تتسم بدرجة عالية من النمو، حيث تظهر سجلاتها نمواً مضطرباً فى المبيعات وبالتالي زيادة الأرباح المحتجزة، تنعكس أثارها على القيمة السوقية للسهم وعادة تناسب تلك الصناديق المستثمرين الذين لا يعتمدون على عائد الاستثمار فى تغطية نفقات المعيشة. (٨)

(٤) الصناديق ذات الأهداف المزدوجة

تستطيع الصناديق ذات الأهداف المزدوجة تلبية احتياجات المستثمرين الذين يهدفون إلى الحصول على دخل من إستثماراتهم ربما لاعتمادهم على ذلك الدخل فى تغطية أعباء معيشتهم، وإدارة هذا النوع من صناديق تواجه نوع من تعارض الأهداف لان السياسة الإدارية التي تهدف إلى تعظيم العائد المتولد تترك أثر عكسياً على هدف تحقيق الربح الرأسمالي والعكس صحيح. (٩)

وهذا النوع من الصناديق تهدف إلى توزيع المخاطر مع تحقيق الربحية، ومن ثم فإنه يقوم بالاستثمار فى مجموعة كبيرة ومتنوعة من الأوراق المالية مثل السندات والأسهم وأذون الخزانة وشهادات الإيداع والأوراق التجارية، وتتفق أهداف تلك الصناديق مع أهداف صغار المستثمرين الذين يرغبون فى تحقيق ربحية عالية مع نمو رأسمالي طويل الأجل مع أقل قدر من المخاطر السوقية المتوقعة. (١٠)

سادساً: تصنيف صناديق الاستثمار وفقاً لجهة التأسيس

يمكن التمييز بين ثلاثة أنواع من صناديق الاستثمار فى مصر وفقاً لجهة التأسيس والنوع وهى صناديق الاستثمار العامة التي يكون شكلها القانوني شركة مساهمة مصرية، والنوع الثاني هو صناديق الاستثمار التي تؤسسها البنوك وشركات التأمين، والنوع الثالث هو صناديق الاستثمار المباشر. ويوضح الجدول رقم (١) مجالات التفرقة بين صناديق الاستثمار المختلفة.

مجالات التفرقة بين صناديق الاستثمار المختلفة

جدول رقم (١)

مجالات التفرقة	صناديق الشركات	صناديق البنوك وشركات التأمين	صناديق الاستثمار المباشر
رأس المال	خمس ملايين جنيه على الأقل مدفوعة بالكامل	خمس ملايين جنيه على الأقل مدفوعة بالكامل	عشرة ملايين جنيه على الأقل مدفوعة بالكامل
الشكل القانوني	شركة مساهمة (صندوق مغلق)	أحد أنشطة البنوك أو شركات التأمين (صندوق مفتوح)	شركة مساهمة (صندوق مغلق)
أموال المستثمرين	يصدر الصندوق مقابل أموال المستثمرين أوراقاً مالية تتخذ شكل وثائق استثمار تطرح للاكتتاب العام أو المغلق	يصدر الصندوق مقابل أموال المستثمرين أوراقاً مالية تتخذ شكل وثائق استثمار تطرح للاكتتاب العام أو المغلق	يصدر الصندوق مقابل أموال المستثمرين أوراقاً مالية تتخذ شكل وثائق استثمار يتم تغطيتها عن غير طريق الاكتتاب العام
الحد الأقصى للأموال المستثمرة	عشرة أمثال رأس المال المدفوع	عشرون مثل المبلغ المخصص لمزاولة النشاط	عشرة أمثال رأس المال المدفوع
مدير الصندوق	يدير الصندوق شركة إدارة مستقلة متخصصة في إدارة صناديق الاستثمار (مدير استثمار)	يدير الصندوق شركة إدارة مستقلة متخصصة في إدارة صناديق الاستثمار (مدير استثمار)	يدير الصندوق شركة إدارة مستقلة متخصصة في إدارة صناديق الاستثمار (مدير استثمار)
السياسة الاستثمارية	يستثمر الصندوق في الأوراق المالية المقيدة بالبورصة بالشروط التالية: - ألا تزيد النسبة المشتراة من الأوراق المالية لشركة واحدة عن ١٠% من أموال الصندوق وبما لا يجاوز ١٥% من أوراق تلك الشركات. - ألا تزيد نسبة ما يستثمره الصندوق في وثائق الاستثمار التي تصدرها صناديق الاستثمار الأخرى عن ١٠% من أمواله وبما لا يجاوز ٥% من أموال كل صندوق مستثمر فيه.	يستثمر الصندوق في الأوراق المالية المقيدة بالبورصة بالشروط التالية: - ألا تزيد النسبة المشتراة من الأوراق المالية لشركة واحدة عن ١٠% من أموال الصندوق وبما لا يجاوز ١٥% من أوراق تلك الشركات. - لا يجوز للصندوق استثمار أمواله في صناديق الاستثمار الأخرى.	يجوز للصندوق الاستثمار في الأوراق المالية المقيدة وغير المقيدة بالبورصة بالشروط التالية: - ألا تزيد نسبة ما يستثمره الصندوق في أوراق مالية لشركة واحدة على ٢٥% من أموال الصندوق.
القيود بالبورصة واسترداد الوثيقة	يتم قيد وتداول وثائق الاستثمار بالبورصة	لا تقيد ولا تتداول وثائق الاستثمار بالبورصة، وإنما يتم استرداد قيمتها من خلال الصندوق	لا يجوز استرداد وثيقة الاستثمار قبل انقضاء المدة. يتم قيد وتداول وثائق الاستثمار بالبورصة.

المصدر: الهيئة العامة لسوق المال: صناديق الاستثمار، مرجع سابق، ص ٢٦-٢٧

(١) صناديق الاستثمار العامة

وهو ما يمكن أن يطلق عليه صناديق الاستثمار العامة أو صناديق الاستثمار المغلقة وفي هذا النوع من الصناديق يتم تأسيس شركة مساهمة - سواء كانت شركة مساهمة إكتتاب عام أو شركة مغلقة تقوم بإنشاء صندوق للاستثمار يتم من خلاله تجميع أموال المستثمرين بحيث يكون الحد الأقصى للأموال التي يجوز الاكتتاب فيها وإصدار وثائق مقابلها لا يجاوز عشرة أمثال رأس مال شركة الصندوق المدفوع، فمثلاً إذا كان رأسمال الصندوق المدفوع، خمسة ملايين جنيه فإن الحد الأقصى للأموال التي يجوز الاكتتاب فيها وإصدار وثائق استثمار مقابلها هو خمسون مليون جنيه.

هذا ويتم قيد وتداول وثائق هذا النوع من صناديق الاستثمار في بورصات الأوراق المالية، وإذا تضمنت نشرة الاكتتاب في وثائق الاستثمار لهذا النوع من الصناديق حق صاحب الوثيقة في استرداد قيمتها قبل إنقضاء مدتها ترد إليه القيمة الصادرة بها الوثيقة أو قيمة آخر سعر إقفال لها في البورصة أيهما أقل، ولا يجوز للصندوق إصدار وثائق بديلة لتلك التي يتم استرداد قيمته، وتلتزم صناديق الاستثمار العامة الاحتفاظ بالأوراق المالية التي يستثمر الصندوق أمواله فيها لدى أحد البنوك الخاضعة لإشراف البنك المركزي.. وبشرط ألا يكون هذا البنك مساهماً في الشركة التي تمتلك الصندوق أو الشركة التي تتولى إدارة نشاط الصندوق.

(٢) صناديق استثمار البنوك وشركات التأمين

يمكن للبنوك وشركات التأمين تأسيس صناديق استثمار تابعة لها يطلق عليها صناديق استثمار البنوك وشركات التأمين ومن أهم خصائص هذا النوع من الصناديق ما يلي:

- (١) أن يؤسس صندوق الاستثمار إحدى البنوك أو شركات التأمين.
- (٢) يكون البنك أو شركة التأمين التي أسست الصندوق مسئول عن سواء إدارة الجهة التي تتولى إدارة الصندوق (أي مدير الاستثمار) التي تؤدي إلى الإضرار بالصندوق.
- (٣) لا يجوز قيد أو تداول وثائق استثمار هذه النوعية من الصناديق في بورصات الأوراق المالية ويحدد نظام الصندوق كيفية استرداد الوثائق أو إعادة إصدارها.
- (٤) تتحدد القيمة الإستردادية للوثيقة على أساس نصيبها في صافي قيمة أصول الصندوق في نهاية يوم العمل الأخير من إسبوع الإسترداد.
- (٥) يجب ألا يقل المبلغ المخصص لمزاولة هذا النوع من الصناديق عن خمسة ملايين جنيه والحد الأقصى لأموال المستثمرين التي يمكن إصدار وثائق استثمار مقابلها (عشرين مثل رأس المال البالغ خمسة ملايين جنيه) فإن وثائق الاستثمار التي يمكن أن يصدرها الصندوق بما يعادل مائة مليون جنيه وتشمل تلك الوثائق المبلغ المخصص لمزاولة النشاط من قبل البنك أو شركة التأمين.

(٦) يجوز لهذا النوع من الصناديق إصدار وثائق بديلة للوثائق التي ترد قيمتها وفقاً لنظام الصندوق وفي حدود الحد الأقصى المرخص به.

(٧) لا يجوز لهذا النوع من الصناديق استثمار أمواله في صناديق الاستثمار الأخرى المنشأة بأي منها أو في صناديق الاستثمار التي تنشئها أو تساهم فيها بنوك أو شركات يساهم فيها

ذات البنك أو شركة التأمين.

٨) تكون أموال الصندوق وإستثماراته وأنشطته مفرزة عن أموال البنك أو شركة التأمين ويكون للصندوق حساباته المستقلة.

٩) يمكن للبنك المنشئ للصندوق أن يحتفظ لديه بالأوراق المالية التي تستثمر فيها أموال الصندوق أو يتم الاحتفاظ بهذه الأوراق لدى أي بنك من البنوك الخاضعة لإشراف البنك المركزي المصري.

١٠) يتم نشر ملخص واف للتقارير النصف سنوية والقوائم المالية السنوية للصندوق في صحيفتين يوميتين صباحيتين واسعتي الانتشار إحداها على الأقل باللغة العربية.

(٣) صناديق الاستثمار المباشر

يعتبر صندوق الاستثمار المباشر أداة مالية لتجميع وإدارة أموال عدد من المستثمرين بواسطة إدارة محترفة وهي متشابهة مع صناديق الاستثمار الأخرى العادية السابق مناقشتها، إلا أن صناديق الاستثمار المباشر تختلف في أن المديرين المحترفين المتخصصين في إدارتها يفوضون من قبل المستثمرين في إستثمار أموالهم المجموعة في شراء أوراق مالية لشركات مقيدة أو غير مقيدة في بورصة الأوراق المالية، في حين يقتصر نشاط الصناديق الأخرى على إستثمار أموالها في أوراق الشركات المقيدة في البورصة فقط.

صناديق الإستثمار المباشرة عبارة عن مؤسسات مالية لتجميع وإدارة أموال عدد من المستثمرين، حيث تقوم هذه الصناديق باستثمار أموالها في الأوراق المالية المقيدة وغير المقيدة في البورصة، وكذلك في الشركات التي تحتاج إعادة الهيكلة المالية والتشغيلية وذلك بغرض تحقيق فائض قيمة مرتفع في المستقبل، خاصة إذا تم إدراج هذه الشركات في البورصة ويصدر صندوق الاستثمار المباشر أوراق مالية مقابل الأموال التي يتلقاها من المستثمرين تسمى وثائق الاستثمار.^(١١)

وبناء على ذلك تهدف صناديق الاستثمار المباشر في إستثمار أموالها المجتمعة في الأوراق المالية للشركات المقيدة أو غير المقيدة في بورصة الأوراق المالية في المرحلة الأولى لها، بالإضافة إلى الاستثمار في الشركات التي تحتاج إلى إعادة هيكلة كل من هيكلها المالي والإنتاجي والتشغيلي، لهذا تتميز تلك الصناديق بالمخاطر العالية وإحتمالية تحقيق - مقابل تلك الدرجة العالية من المخاطر عوائد مالية عالية، وحتى يمكن تحقيق ذلك فإن الأمر يتطلب تنويع إستثمارات تلك الصناديق من خلال الاستثمار في عدد من الشركات ذات المخاطر المتنوعة، أيضاً تتميز إستثمارات تلك الصناديق بالاستثمار متوسط وطويل الأجل وليس الاستثمار مقيد الأجل لذا تسعى صناديق الاستثمار المباشر في تملك لأنشطة الشركات من خلال ممارسة التأثير على أو المشاركة في إدارتها وعادة ما يتم ذلك من خلال قيام الصندوق بتملك حصص أغلبية أو معظم أسهم هذه الشركات.

تمارس صناديق الاستثمار المباشر نشاطها طبقاً للشروط التالية:^(١٢)

١) لا يقل رأس مال الصندوق عن عشرة ملايين جنيه في صورة مبالغ نقدية مدفوع

بالكامل.

- (٢) لا يجوز طرح أسهم الصندوق أو تلقى أموال المستثمرين عن طريق الاكتتاب العام.
- (٣) يتم توزيع الأرباح بين مالكي أسهم الشركة وحامل وثائق الاستثمار وفقاً للقواعد التي تضعها الهيئة العامة لسوق المال.
- (٤) يجب أن يتضمن النظام الأساسي للصندوق أوجه نشاطه.
- (٥) لا تزيد نسبة ما يستثمره الصندوق في أوراق مالية لشركة واحدة على ٢٥% من أموال الصندوق

- (٦) فيما لم يرد به تنظيم أو قواعد خاصة تضعها الهيئة العامة لسوق المال تسرى الأحكام المنصوص عليها في القانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ ولائحته التنفيذية المقررة لصناديق الاستثمار.
- (٧) لا تسرى نسب ومجالات الاستثمار الواردة بالمادة (١٦٢) من اللائحة التنفيذية للقانون لسنة ١٩٩٢ على صناديق الاستثمار المباشر.

المبحث الثاني

دور صناديق الاستثمار في تعبئة المدخرات

كانت البنوك المصرية صاحبة المبادرة في إنشاء صناديق الاستثمار، وبذلك تحول المدخر الصغير من مجال الودائع المصرفية إلى مستثمر في وثائق صناديق الاستثمار، وتعتبر وثائق صناديق الاستثمار من أهم الأدوات الاستثمارية التي توفر للمستثمرين الذين لا يملكون الخبرة والقدرة على إدارة استثماراتهم بصورة مباشرة الفرصة للاستثمار في الأوراق المالية، ويكون لحملة وثائق صناديق الاستثمار الخيار بين الحصول على الدخل المحقق من استثماراتهم بصورة منتظمة بواقع مرة أو مرتين في العام، أو إعادة تدوير هذا الدخل وإستثماره مرة أخرى.

أولاً: مزايا صناديق الاستثمار بالنسبة للمدخرين

تقدم صناديق الاستثمار العديد من المزايا للمدخرين الذين لا يملكون القدرة على إدارة استثماراتهم بطريقة مباشرة، حيث توفر لهم الفرصة للمشاركة في الأسواق المحلية والعالمية، كما يوفر مدير الاستثمار في الصندوق الخبرة التي تضمن تحقيق عوائد أعلى من العوائد التي يمكن للمدخر تحقيقها إلى استثمار أمواله في البورصة، فضلاً عن تخفيض مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية حيث أن ضخامة عدد الأسهم والسندات التي يحتفظ بها الصندوق تخفف من الآثار التي يخلقها تراجع أي عدد من الأسهم والسندات على الأداء الكلي لمحفظة الصندوق. (١٣)

تحقق صناديق الاستثمار مزايا عديدة للمستثمر الذي توجهه أمواله إليها ويمكن حصر مزايا صناديق الاستثمار فيما يلي: (١٤)

- (١) تقليل المخاطر التي يتعرض لها المستثمر، حيث يتم إدارة محفظة الأوراق المالية لصناديق الاستثمار بواسطة متخصصين بالإضافة إلى توجيه الأموال إلى محفظة متنوعة وبهذا يحصل المستثمر على عائد أعلى لنفس مستوى المخاطر أو مخاطر أقل لنفس المستوى من العائد.

- (٢) سيولة وثائق صناديق الاستثمار والقدرة على تحويل تلك الوثائق إلى نقدية بأقل خسارة

في القيمة.

٣) سعر وثائق صناديق الاستثمار أكثر استقراراً من أسعار محفظة الأوراق المالية التي يمكن أن يشكلها المستثمر بنفسه وهي أكثر استقرار من سعر الورقة المالية المنفردة التي يقوم بشرائها المستثمر.

٤) تتسم سياسة الاستثمار في صناديق الاستثمار بالتحفظ من خلال تنويع أدوات الاستثمار بين الأسهم والسندات وأنون الخزانة والودائع ووثائق الاستثمار التي يصدرها صناديق الاستثمار الأخرى، والهدف من تنويع أدوات الاستثمار هو تعظيم الأرباح والحد من المخاطر.

٥) يتم إدارة صناديق الاستثمار من خلال أجهزة متخصصة (مدير الاستثمار) التي أشترط القانون أن يتمتع جهازها الإداري بخبرات ومهارات في مجال إدارة محافظ الأوراق المالية، كما تخضع تلك الصناديق لرقابة مستمرة من الهيئة العامة لسوق المال.

٦) يتم تقييم الوثائق بصفة دورية ويتم الإعلان عن سعر الوثيقة من خلال تقسيم صافي أصول الصندوق، الأمر الذي يتيح للمستثمر التعرف على عائد استثماره وإتخاذ القرار المتعلق بالاستمرار أو تسيل وثائق صندوق الاستثمار.

٧) تنوع أغراض صناديق الاستثمار من حيث توزيع العائد أو تراكمه تلبية للطلبات المختلفة للمستثمرين في توزيع المخاطر، نظراً لقيام مدير الاستثمار بتوزيع استثماراته على أدوات استثمار متنوعة.

ثانياً: ضوابط حماية أصحاب وثائق الاستثمار

تتعدد الضوابط الخاصة بحماية أصحاب وثائق الاستثمار والتي يذكر منها:

١) تعتبر نشرة الاكتتاب في وثائق الاستثمار التي يصدرها بمثابة عقد بين (الصندوق) وبين (حامل الوثيقة) لذا أشترط القانون توافر حد أدنى من البيانات التي تضمنها نشرة الاكتتاب في وثائق الاستثمار التي تطرحها صناديق الاستثمار للاكتتاب العام

٢) إشتراط شروط معينة في الجهة التي تدير صناديق الاستثمار (مدير الاستثمار) وحظره عليهم القيام بأعمال معينة.

٣) عدم جواز تعديل البيانات الرئيسية لنشرة الاكتتاب في وثائق الاستثمار إلا بعد موافقة حملة الوثائق من خلال اجتماع لحملة الوثائق.

٤) تتبع إجراءات الدعوة لرد نصاب الحضور والتصويت الأحكام والقواعد والمقررة بالنسبة لحملة السندات والصكوك والأوراق المالية الأخرى.

٥) قيام مراقبين يتوليان مراجعة حسابات الصندوق يختاران من بين سجل يعد لهذا الغرض بالتشاور بين الهيئة العامة لسوق المال والجهاز المركزي للمحاسبات مع عدم جواز قيام المراقب الواحد بمراجعة حسابات أكثر من صندوقين في وقت واحد.

٦) المتابعة والرقابة المستمرة الدورية على صناديق الاستثمار بواسطة الهيئة العامة لسوق المال في حدود السلطات المخولة للهيئة.

٧) لمجلس إدارة الهيئة العامة لسوق المال أن يصدر قراراً مسبباً باستبعاد أى عضو من

أعضاء مجلس لإدارة الصندوق وأي من المديرين المسؤولين عن الإدارة العامة لأعمال الصندوق حفاظاً على سلامة أموال المستثمرين بالصندوق.

(٨) إمداد حملة الوثائق بتقارير ربع سنوية متضمنة تفاصيل الاستثمار.

(٩) النشر الدوري للقوائم المالية الربع والنصف سنوية والقوائم المالية السنوية الفعلية والتقديرية.

دور صناديق العائد الدورى فى تعبئة المدخرات

للتعرف على دور صناديق العائد الدورى فى تعبئة المدخرات قمنا بدراسة حقوق حملة وثائق صناديق العائد الدورى لعدد (٣) صناديق وتم استخراج القيمة الاستردادية للوثيقة بالجنيه وتم استخراج نسبة استرداد الوثائق وذلك من خلال تحليل القوائم المالية لتلك الصناديق خلال الفترة (٢٠٠٢ - ٢٠٠٧) وتم اختيار عينة من صناديق العائد الدورى هى صندوق البنك المصرى لتنمية الصادرات وصندوق بنك كريدى أجريكول الثالث وصندوق البنك الأهلى المصرى الثانى. ويوضح الجدول رقم (٢) حجم صناديق الاستثمار ذات العائد الدورى ومدير الاستثمار فى كل صندوق.

جدول رقم (٢) صناديق الاستثمار المفتوحة (نمو رأسمالى) المرخص لها حتى مارس ٢٠٠٧

مدير صناديق الاستثمار	سعر الوثيقة عند الإصدار بالجنيه	حجم الصندوق بالمليون جنيه	تاريخ بدء النشاط	
هيرمس لإدارة صناديق الاستثمار	١٠٠	٢٠٠	نوفمبر ١٩٩٥	بنك القاهرة
هيرمس لإدارة صناديق الاستثمار	١٠٠	٣٠٠	أكتوبر ١٩٩٤	بنك كريدى أجريكول مصر الأول
هيرمس لإدارة صناديق الاستثمار	١٠٠	٢٠٠	نوفمبر ١٩٩٤	بنك الإسكندرية الأول
برايم انفستمنٹس لإدارة صناديق الاستثمار	٥٠٠	١٠٠	أغسطس ١٩٩٥	المجموعة العربية المصرية لإعادة التأمين
برايم انفستمنٹس لإدارة صناديق الاستثمار	١٠٠	١٠٠	يونيه ١٩٩٦	الشركة المصرفية العربية الدولية الأول
كونكورد للاستثمارات العالمية	٦٦,٦٧	٣٠٠	سبتمبر ١٩٩٥	بنك مصر الثانى
كونكورد للاستثمارات العالمية	٥٠	٢٨٠	فبراير ١٩٩٨	صندوق استثمار شيلد
شركة الأهلى لصناديق الاستثمار	٥٠٠	٢٠٠	سبتمبر ١٩٩٤	البنك الأهلى المصرى الأول
شركة سى آى استس ماتجمنت	١٠٠	١٠٠٠	إبريل ٢٠٠٥	البنك التجارى الدولى الأول
شركة سى آى استس ماتجمنت	١٠٠	٦٠٠	إبريل ٢٠٠٦	البند التجارى الدولى الثانى
شركة سى آى استس ماتجمنت	١٠٠	١٠٠	أكتوبر ٢٠٠٦	صندوق الأمان

مدير صندوق الاستثمار	سعر الوثيقة عند الإصدار بالجنيه	حجم الصندوق بالمليون جنيه	تاريخ بدء النشاط	
شركة آيه بى آيه امرو دلتا	١٠٠	١٠٠	نوفمبر ٢٠٠٦	البنك المصرى لتنمية الصادرات الثانى

المصدر: البنك المركزى المصرى المجلة الاقتصادية - المجلد ٤٩ العدد الثالث ٢٠٠٨/٢٠٠٩ ص ١٠٥

جدول رقم (٣) صناديق الاستثمار المفتوحة (عائد دورى) المرخص لها حتى مارس ٢٠٠٧

مدير صندوق الاستثمار	سعر الوثيقة عند الإصدار بالجنيه	حجم الصندوق بالمليون جنيه	تاريخ بدء النشاط	
هيرمس لإدارة صناديق الاستثمار	١٠٠	٥٠	ديسمبر ٢٠٠٤	بنك فيصل الإسلامى المصرى
هيرمس لإدارة صناديق الاستثمار	١٠٠	٥٠	يونيه ٢٠٠٦	بنك التمويل المصرى السعودى
برايم انفستمنتس لإدارة صناديق الاستثمار	١٠٠	١٠٠	فبراير ٢٠٠٧	صندوق سنابل
كونكورد للاستثمار العالمية	١٠٠	٥٠٠	فبراير ١٩٩٥	بنك مصر الأول
اتش سى للأوراق المالية والاستثمار	١٠٠	٥٠٠	يونيه ٢٠٠٥	بنك مصر إيران التنمية الثانى
المجموعة المصرية لإدارة صناديق الاستثمار	١٠٠	١٥٠	يونيه ١٩٩٩	بنك كريدى أجريكول الثالث
المجموعة المصرية لإدارة صناديق الاستثمار	١٠٠	٢٠٠	إبريل ٢٠٠٦	بنك الإسكندرية الثانى
المجموعة المصرية لإدارة صناديق الاستثمار	١٠٠	١٠٠	أكتوبر ٢٠٠٦	البنك الأهلى سوسيتيه جنرال
شركة الأهلى لصناديق الاستثمار	١٠٠	٣٠٠	أكتوبر ١٩٩٥	البنك الأهلى المصرى الثانى
شركة الأهلى لصناديق الاستثمار	١٠٠	١٤٥	إبريل ٢٠٠٦	البنك الأهلى المصرى الرابع
برايم انفستمنتس لإدارة صناديق الاستثمار	١٠٠	٥٠	فبراير ١٩٩٩	الشركة المصرفية الثالث
اتش سى للأوراق المالية والاستثمار	١٠٠	٢٠٠	أكتوبر ٢٠٠٦	بنك مصر الرابع

المصدر: البنك المركزى المصرى المجلة الاقتصادية - المجلد ٤٩ العدد الثالث ٢٠٠٨/٢٠٠٩ ص ١٠٥

جدول رقم (٤) صناديق الاستثمار المفتوحة (عائد ونمو رأسمالى) المرخص لها حتى مارس ٢٠٠٧

مدير صندوق الاستثمار	سعر الوثيقة عند الإصدار بالجنيه	حجم الصندوق بالمليون جنيه	تاريخ بدء النشاط	
هيرمس لإدارة صناديق الاستثمار	١٠٠	٣٠٠	إبريل ١٩٩٧	بنك كريدى أجريكول مصر الثانى
هيرمس لإدارة صناديق الاستثمار	١٠٠	١٠٠	مايو ١٩٩٧	البنك المصرى الخليجى
هيرمس لإدارة صناديق الاستثمار	١٠٠	١٣٥	أغسطس	البنك الوطنى المصرى

مدير صناديق الاستثمار	سعر الوثيقة عند الإصدار بالجنيه	حجم الصندوق بالمليون جنيه	تاريخ بدء النشاط	
الاستثمار			٢٠٠٦	
برايم انستيتيوتس لإدارة صناديق الاستثمار	١٠٠	٢٠٠	أكتوبر ١٩٩٧	الشركة المصرفية العربية الدولية الثاني
اتش سي للأوراق المالية والاستثمار	١٠٠	١٣٩	ديسمبر ١٩٩٧	بنك مصر الثالث
اتش سي للأوراق المالية والاستثمار	١٠٠	١٠٠	أغسطس ١٩٩٨	بنك مصر إيران الأول
اتش سي للأوراق المالية والاستثمار	١٠٠	٢٠٠	أغسطس ٢٠٠٥	البنك الأهلي المصري الثالث
اتش سي للأوراق المالية والاستثمار	٥٠٠	١٠٠	ديسمبر ١٩٩٦	بنك قناة السويس

المصدر: البنك المركزي المصري المجلة الاقتصادية - المجلد ٤٩ العدد الثالث ٢٠٠٨/٢٠٠٩ ص ١٠٥

يعتبر ارتفاع حجم حقوق حملة وثائق صناديق الاستثمار دليل على ارتفاع قدرة صناديق الاستثمار على تعبئة المدخرات ولكن بعض الصناديق تجاوز نسبة الاسترداد فيها نسبة ٥٠٪ وهذا ينذر بدخول تلك الصناديق مخاطر التصفية.

(١) دور صندوق البنك المصري لتنمية الصادرات في تعبئة المدخرات:

جدول رقم (٥) حقوق حملة وثائق الاستثمار في صناديق الاستثمار

البيان	حقوق حملة وثائق (بالمليون جنيه)	القيمة الاسمية للوثيقة بالجنيه	القيمة الاستردادية للوثيقة بالجنيه
٢٠٠٢	٢٠٠٧	٢٠٠٢	٢٠٠٧
صناديق العائد والنمو الرأسمالي			
بنك كريدي أجريكول الثاني	43.8	159	100
البنك المصري الخليجي	17.8	144.0	100
بنك قناة السويس	27.4	38.3	500
صناديق العائد الدوري			
البنك المصري لتنمية الصادرات	37.7	92.8	100
بنك كريدي أجريكول الثالث	259.2	2427.2	1000
البنك الأهلي المصري الثاني	81.6	124.9	100
صناديق النمو الرأسمالي			
بنك الإسكندرية الأول	93.9	502.1	100
المجموعة العربية المصرية للتأمين	13.1	44.8	500
بنك كريدي أجريكول الأول	60.4	169.1	100

المصدر: القوائم المالية لصناديق الاستثمار المذكورة بالجدول

جدول رقم (٦)

نسبة استرداد وثائق الاستثمار في صناديق الاستثمار

البيان	عدد الوثائق القائمة		عدد الوثائق المصدرة		نسبة الاسترداد	
	٢٠٠٢	٢٠٠٧	٢٠٠٢	٢٠٠٧	٢٠٠٢	٢٠٠٧
صناديق العائد والنمو للرأسمالي						
بنك كريدي أجريكول الثاني	676052	885461	30000000	30000000	77.5%	70.5%
البنك المصري الخليجي	268079	376631	10000000	10000000	73.2%	62.3%
بنك قناة السويس	139526	100277	20000000	20000000	30.2%	49.9%
صناديق العائد الثوري						
البنك المصري لتنمية الصادرات	592527	315117	1000000	1000000	40.7%	68.5%
بنك كريدي أجريكول الثالث	239721	2321124	500000	3000000	52%	22.6%
البنك الاهلي المصري الثاني	1578174	1347871	2000000	2000000	22%	32.6%
صناديق النمو للرأسمالي						
بنك الإسكندرية الأول	1190142	1020728	2000000	3000000	40.5%	49%
المجموعة العربية المصرية للتأمين	48382	47415	2000000	2000000	75.8%	76.3%
بنك كريدي أجريكول الأول	859289	523004	3000000	3000000	71.4%	82.6%

المصدر: القوائم المالية لصناديق الاستثمار المذكورة بالجدول

بملاحظة البيانات المتاحة بالجدول رقم (٥) وجدول رقم (٦) يتضح لنا دور صندوق البنك المصري لتنمية الصادرات في تعبئة المدخرات خلال الفترة (٢٠٠٢ - ٢٠٠٧) على النحو التالي:

- ١- بلغ حجم الصندوق ١٠٠ مليون جنيه عند تأسيس الصندوق عام ١٩٩٦ وقد ارتفعت حقوق حملة وثائق الصندوق من حوالى ٣٨ مليون جنيه إلى حوالى ٩٣ مليون جنيه خلال الفترة (٢٠٠٢ - ٢٠٠٧) بمعدل نمو سنوى ٢٩% فى المتوسط.
- ٢- بلغت القيمة الاسمية للوثيقة عند الاكتتاب ١٠٠ جنيه عام ١٩٩٦ وارتفعت القيمة الاستردادية للوثيقة من حوالى ٦٤ جنيه إلى حوالى ٢٩٤ جنيه خلال الفترة (٢٠٠٢ - ٢٠٠٧) بمعدل نمو سنوى ٧١% فى المتوسط.
- ٣- بلغ عدد الوثائق المصدرة مليون وثيقة عام ١٩٩٦ وأنخفض عدد الوثائق القائمة من ٥٩٣ ألف وثيقة إلى ٣١٥ ألف وثيقة خلال الفترة (٢٠٠٢ - ٢٠٠٧) بمعدل تراجع سنوى ١٧,٥% فى المتوسط، وارتفعت نسبة الاسترداد من ٤٠,٧% إلى ٦٨,٥% خلال نفس الفترة.

(٢) دور صندوق بنك كريدي أجريكول الثالث فى تعبئة المدخرات:

بملاحظة البيانات المتاحة بالجدول رقم (٥) وجدول رقم (٦) يتضح لنا دور صندوق بنك كريدي أجريكول الثالث فى تعبئة المدخرات على النحو التالى:

- ١- ارتفع حقوق حملة وثائق صناديق الاستثمار من حوالى ٢٥٩ مليون جنيه إلى حوالى ٢٤٢٧ مليون جنيه خلال الفترة (٢٠٠٢ - ٢٠٠٧) بمعدل نمو سنوى ١٦٧% فى

المتوسط؛ في حين بلغ حجم الصندوق ١٥٠ مليون جنيه عند تأسيس الصندوق عام ١٩٩٩. ٢- بلغت القيمة الاسمية للوثيقة عند تأسيس الصندوق ١٠٠ جنيه عام ١٩٩٩، وقد انخفضت القيمة الاستردادية للوثيقة من حوالى ١٠٨١ جنيه إلى حوالى ١٠٤٦ جنيه خلال الفترة (٢٠٠٢-٢٠٠٧).

٣- بلغ عدد الوثائق المصدرة ١٦٣ ألف وثيقة عام ١٩٩٩، وارتفع عدد الوثائق القائمة من حوالى ٢٤٠ ألف وثيقة إلى حوالى ٢,٣ مليون وثيقة بمعدل نمو سنوى ١٧٣,٦% في المتوسط، وانخفضت نسبة الاسترداد من ٥٢% إلى ٢٢,٦% خلال نفس الفترة.

(٣) دور صندوق البنك الأهلى المصرى الثانى فى تعبئة المدخرات: بملاحظة البيانات المتاحة بالجدول رقم (٥) وجدول رقم (٦) يتضح لنا دور صندوق البنك الأهلى المصرى الثانى فى تعبئة المدخرات وذلك على النحو التالى:

١- بلغ حجم الصندوق ٣٠٠ مليون جنيه عند تأسيس الصندوق عام ١٩٩٥، وقد ارتفعت حجم حقوق حملة وثائق الصندوق من حوالى ٨٢ مليون جنيه إلى حوالى ١٢٥ مليون جنيه خلال الفترة (٢٠٠٢-٢٠٠٧) بمعدل نمو سنوى ١٠,٦% فى المتوسط.

٢- بلغت القيمة الاسمية للوثيقة ١٠٠ جنيه عند تأسيس الصندوق عام ١٩٩٥ وارتفعت القيمة الاستردادية للوثيقة من حوالى ٥٢ جنيه إلى حوالى ٩٣ جنيه خلال الفترة (٢٠٠٢-٢٠٠٧) بمعدل نمو سنوى ١٥,٨% فى المتوسط.

٣- بلغ عدد الوثائق المصدرة ٢ مليون وثيقة عند تأسيس الصندوق عام ١٩٩٥ وقد انخفض عدد الوثائق القائمة من حوالى ١,٦ مليون وثيقة إلى حوالى ١,٣ مليون وثيقة خلال الفترة (٢٠٠٢-٢٠٠٧) بمعدل تراجع سنوى ٣,٨% فى المتوسط، كما ارتفعت نسبة الاسترداد من ٢٢% إلى ٣٢,٦% خلال نفس الفترة.

دور صناديق العائد والنمو الرأسمالى فى تعبئة المدخرات: للتعرف على دور صناديق العائد والنمو الرأسمالى فى تعبئة المدخرات قمنا بدراسة تطور حقوق حملة وثائق صناديق العائد والنمو الرأسمالى وتم استخراج القيمة الاستردادية للوثيقة بالجنيه وتم استخراج نسبة استرداد الوثائق وتم اختيار عينة لتلك الصناديق هى صندوق بنك كريدى أجريكول الثانى وصندوق البنك المصرى الخليجى وصندوق بنك قناة السويس، وتم تحليل القوائم المالية لتلك الصناديق خلال الفترة (٢٠٠٢-٢٠٠٧).

(١) دور صندوق بنك كريدى أجريكول الثانى فى تعبئة المدخرات: بملاحظة البيانات المتاحة بالجدول رقم (٥) وجدول رقم (٦) يتضح لنا دور صندوق بنك كريدى أجريكول الثانى فى تعبئة المدخرات خلال الفترة (٢٠٠٢-٢٠٠٧) على النحو التالى:

١- بلغ حجم الصندوق ٣٠٠ مليون جنيه عند تأسيس الصندوق عام ١٩٩٤ وارتفع حجم حقوق حملة الوثائق من حوالى ٤٣,٨ مليون جنيه إلى حوالى ١٥٩ مليون جنيه خلال الفترة (٢٠٠٢-٢٠٠٧) بمعدل نمو سنوى ٥٢,٦% فى المتوسط.

٢- بلغت القيمة الاسمية للوثيقة ١٠٠ جنيه عند تأسيس الصندوق عام ١٩٩٤ وقد

ارتفعت القيمة الاستردادية للوثيقة من حوالى ٦٥ جنيه إلى حوالى ١٨٠ جنيه خلال الفترة (٢٠٠٢ - ٢٠٠٧) بمعدل نمو سنوى ٣٥,٤% فى المتوسط وتمثل.

٣- بلغ عدد الوثائق المصدرة ٣ مليون وثيقة عند تأسيس الصندوق عام ١٩٩٤ وقد ارتفع عدد الوثائق من حوالى ٦٧٦ ألف وثيقة إلى حوالى ٨٨٥ مليون وثيقة خلال الفترة (٢٠٠٢ - ٢٠٠٧) بمعدل نمو سنوى ٦,٢% فى المتوسط وقد إنخفضت نسبة الاسترداد من ٧٧,٥% إلى ٧٠,٥% خلال نفس الفترة.

(٢) دور صندوق استثمار البنك المصرى الخليجى فى تعبئة المدخرات:

بملاحظة البيانات المتاحة بالجدول رقم (٥) وجدول رقم (٦) يتضح لنا دور صندوق استثمار البنك المصرى الخليجى فى تعبئة المدخرات خلال الفترة (٢٠٠٢ - ٢٠٠٧) على النحو التالى:

١- بلغ حجم الصندوق ١٠٠ مليون جنيه عند تأسيس الصندوق عام ١٩٩٧ وارتفع حجم حقوق حملة وثائق الصندوق من حوالى ١٨ مليون جنيه إلى حوالى ١٤٤ مليون جنيه خلال الفترة (٢٠٠٢ - ٢٠٠٧) بمعدل نمو سنوى ١٤٩% فى المتوسط.

٢- بلغت القيمة الاسمية للوثيقة ١٠٠ جنيه عند تأسيس الصندوق عام ١٩٩٧، وقد ارتفعت القيمة الاستردادية للوثيقة من حوالى ٦٦ جنيه إلى حوالى ٣٨٢ جنيه خلال الفترة (٢٠٠٢ - ٢٠٠٧) بمعدل نمو سنوى ١٩,١% فى المتوسط.

٣- بلغ عدد الوثائق المصدرة مليون وثيقة عند تأسيس الصندوق عام ١٩٩٧، وقد ارتفع عدد الوثائق القائمة من حوالى ٢٦٨ مليون وثيقة إلى حوالى ٣٧٧ ألف وثيقة خلال الفترة (٢٠٠٢ - ٢٠٠٧) بمعدل نمو سنوى ٨,١% فى المتوسط وقد إنخفضت نسبة الاسترداد من ٧٣,٢% إلى ٦٢,٣% خلال نفس الفترة.

(٣) دور صندوق استثمار بنك قناة السويس فى تعبئة المدخرات:

بملاحظة البيانات المتاحة بالجدول رقم (٥) وجدول رقم (٦) يتضح لنا دور صندوق استثمار بنك قناة السويس فى تعبئة المدخرات خلال الفترة (٢٠٠٢ - ٢٠٠٧) على النحو التالى:

١- بلغ حجم الصندوق ١٠٠ مليون جنيه عند تأسيس الصندوق عام ١٩٩٦ وقد ارتفع حجم حقوق حملة وثائق الصندوق من حوالى ٢٧ مليون جنيه إلى حوالى ٣٨ مليون جنيه خلال الفترة (٢٠٠٢ - ٢٠٠٧) بمعدل نمو سنوى ٨,١% فى المتوسط.

٢- بلغت القيمة الاسمية للوثيقة ٥٠٠ جنيه عند تأسيس الصندوق عام ١٩٩٦ وقد ارتفعت القيمة الاستردادية للوثيقة من حوالى ١٩٧ جنيه إلى حوالى ٣٨٢ جنيه خلال الفترة (٢٠٠٢ - ٢٠٠٧) بمعدل نمو سنوى ١٨,٨% فى المتوسط.

٣- بلغ عدد الوثائق المصدرة ٢٠٠ ألف وثيقة عند تأسيس الصندوق عام ١٩٩٦ وقد إنخفض عدد الوثائق القائمة من حوالى ١٤٠ ألف وثيقة إلى حوالى ١٠٠ ألف وثيقة خلال الفترة (٢٠٠٢ - ٢٠٠٧) بمعدل تراجع سنوى ٥,٧% فى المتوسط وقد ارتفعت نسبة الاسترداد من ٣٠,٢% إلى ٤٩,٩% خلال نفس الفترة.

دور صناديق النمو الرأسمالى فى تعبئة المدخرات:

للتعرف على دور صناديق النمو الرأسمالى فى تعبئة المدخرات قمنا بدراسة تطور حجم حقوق حملة وثائق تلك الصناديق وتم استخراج القيمة الاستردادية للوثيقة بالجنيه وتم استخراج نسبة استرداد الوثائق وتم اختيار عينة لتلك الصناديق هى صندوق بنك الإسكندرية الأول وصندوق المجموعة العربية المصرية للتأمين وصندوق بنك كريدى أجريكول الأول وتم تحليل القوائم المالية لتلك الصناديق خلال الفترة (٢٠٠٢ - ٢٠٠٧).

(١) دور صندوق بنك الاسكندرية الأول فى تعبئة المدخرات:

بملاحظة البيانات المتاحة بالجدول رقم (٥) وجدول رقم (٦) يتضح لنا دور صندوق بنك الإسكندرية الأول فى تعبئة المدخرات خلال الفترة (٢٠٠٢ - ٢٠٠٧) على النحو التالى:

١- بلغ حجم الصندوق ٢٠٠ مليون جنيه عند تأسيس الصندوق عام ١٩٩٤ وقد ارتفعت حقوق حملة وثائق الصندوق من حوالى ٩٤ مليون جنيه إلى حوالى ٥٠٢ مليون جنيه خلال الفترة (٢٠٠٢ - ٢٠٠٧) بمعدل نمو سنوى ٨٦,٨% فى المتوسط.

٢- بلغت القيمة الاسمية للوثيقة ١٠٠ جنيه عند تأسيس الصندوق عام ١٩٩٤ وقد ارتفعت القيمة الاستردادية للوثيقة من ٧٩ جنيه إلى ٤٩٢ جنيه خلال الفترة (٢٠٠٢ - ٢٠٠٧) بمعدل نمو سنوى ١٠٤,٦% فى المتوسط.

٣- بلغ عدد الوثائق المصدرة ٢ مليون وثيقة عند تأسيس الصندوق عام ١٩٩٤ وقد انخفض عدد الوثائق القائمة من حوالى ١,٢ مليون وثيقة إلى مليون وثيقة خلال الفترة (٢٠٠٢ - ٢٠٠٧) بمعدل نمو سنوى ٣,٣% فى المتوسط، وقد ارتفعت نسبة الاسترداد من ٤٠,٥% إلى ٤٩% خلال نفس الفترة.

(٢) دور صندوق المجموعة العربية المصرية للتأمين فى تعبئة المدخرات:

بملاحظة البيانات المتاحة بالجدول رقم (٥) وجدول رقم (٦) يتضح لنا دور صندوق المجموعة العربية المصرية للتأمين فى تعبئة المدخرات خلال الفترة (٢٠٠٢ - ٢٠٠٧) على النحو التالى:

١- بلغ حجم الصندوق ١٠٠ مليون جنيه عند تأسيس الصندوق عام ١٩٩٥، وقد ارتفع حجم حقوق حملة وثائق الصندوق من حوالى ١٣ مليون إلى حوالى ٤٥ مليون جنيه خلال الفترة (٢٠٠٢ - ٢٠٠٧) بمعدل نمو سنوى ٤٩,٢% فى المتوسط.

٢- بلغت القيمة الاسمية للوثيقة ١٠٠ جنيه عند تأسيس الصندوق عام ١٩٩٥ وقد ارتفعت القيمة الاستردادية للوثيقة من حوالى ٢٧٠ جنيه إلى حوالى ٩٤٥ جنيه خلال الفترة (٢٠٠٢ - ٢٠٠٧) بمعدل نمو سنوى ٥٠% فى المتوسط.

٣- بلغ عدد الوثائق المصدرة ٢٠٠ ألف وثيقة عند تأسيس الصندوق عام ١٩٩٥ وقد انخفض عدد الوثائق من حوالى ٤٨ ألف وثيقة إلى حوالى ٤٧ ألف وثيقة خلال الفترة (٢٠٠٢ - ٢٠٠٧) وارتفعت نسبة الاسترداد من ٧٥,٨% إلى ٧٦,٣% خلال نفس الفترة.

- (٣) دور صندوق بنك كريدى أجريكول الأول فى تعبئة المدخرات:
- بملاحظة البيانات المتاحة بالجدول رقم (٥) وجدول رقم (٦) يتضح لنا دور صندوق بنك كريدى أجريكول الأول فى تعبئة المدخرات خلال الفترة (٢٠٠٢ - ٢٠٠٧) على النحو التالى:
- ١- بلغ حجم الصندوق ٣٠٠ مليون جنيه عند تأسيس الصندوق عام ١٩٩٤ وقد ارتفع حجم حقوق حملة الوثائق من حوالى مليون جنيه إلى حوالى ١٦٩ مليون جنيه خلال الفترة (٢٠٠٢ - ٢٠٠٧).
 - ٢- بلغت القيمة الاسمية للوثيقة ١٠٠ جنيه عند تأسيس الصندوق عام ١٩٩٤ وقد ارتفعت القيمة الاستردادية للوثيقة من ٧٠,٣ جنيه إلى ٣٢٣ جنيه خلال الفترة (٢٠٠٢ - ٢٠٠٧) بمعدل نمو سنوى ٧٢,٣% فى المتوسط.
 - ٣- بلغ عدد الوثائق المصدرة ٣ مليون وثيقة عند تأسيس الصندوق عام ١٩٩٤ وقد إنخفض عدد الوثائق القائمة من حوالى ٨٦٠ ألف وثيقة إلى حوالى ٥٢٣ وثيقة خلال الفترة (٢٠٠٢ - ٢٠٠٧) بمعدل تراجع سنوى ٧,٨% فى المتوسط، كما ارتفعت نسبة الاسترداد من ٧١,٤% إلى ٨٢,٤% خلال نفس الفترة.

المبحث الثالث

تقييم السياسة الاستثمارية لصناديق الاستثمار

ويتوقف دور صناديق الاستثمار على تخصيص الموارد المالية فى سوق الأوراق المالية على مستوى كفاءة البورصة المصرية، حيث ترتفع كفاءة تخصيص الموارد فى الأسواق المالية التى تتوافر بها المعلومات بالقدر الكافى، وبذلك يمكن تحديد العائد والمخاطر بكفاءة وبالتالي تقوم صناديق الاستثمار بتوجيه مواردها نحو الأنشطة والشركات بناء على أسعار عادلة، مما يرفع كفاءة الاستثمارات، بينما تنخفض كفاءة تخصيص الموارد فى البورصة التى لا تتوافر بها المعلومات بالقدر الكافى وتكون أسعار الأوراق المالية مضللة إلى حد ما، لأن أسعار الأسهم والسندات تتغير دون معلومات وبالتالي هناك صعوبة فى تحديد العائد والمخاطر والفرقة بين القطاعات والشركات ذات المزايا النسبية.^(١٥)

هناك مدرستان تختلفان إلى حد كبير فى سياسات وإستراتيجيات الإستثمار فى الأوراق المالية فى صناديق الإستثمار، المدرسة الأولى تقصر الإستثمار فى محافظ صناديق الإستثمار على أذون الخزانة والسندات الحكومية والمضمونة من الحكومة تنفيذاً للقوانين والإستراتيجيات المنظمة لهذا النوع من الإستثمار وهى المدرسة الأمريكية، أما المدرسة الثانية فلا تقتصر محافظها المالية على السندات الحكومية بل تمتد لتشمل جميع أنواع الأوراق المالية وتمثلها المدرسة الألمانية والتى تتبعها صناديق الإستثمار المصرية.^(١٦)

ومن الجدير بالذكر أن سياسات الإستثمار فى محفظة الأوراق المالية بالنسبة لأى صندوق إستثمار تتكون من مجموعة قواعد توضح الأهداف والمسؤوليات والخصائص التى تحكم عمليات الإستثمار، وتتضمن سياسات الإستثمار فى الأوراق المالية مجموعة من الأسس التى تساعد على التخطيط ووضع الإستراتيجية الخاصة بمحفظة الأوراق المالية وتطوير هذه الإستراتيجيات.

وتجدر الإشارة إلى أن صناديق الاستثمار عند إختيارها للأوراق المالية تركز على مجموعة من العوامل من أهمها: (١٧)

- (١) سهولة التسوق أي سهولة بيع أو شراء الورقة المالية دون أن يضطر البائع إلى تخفيض الثمن حتى تتم العملية، أو أن يضطر المشتري إلى رفع السعر حتى يتمكن من الحصول على الورقة، وتتحدد سهولة التسويق بمقدار العمليات التي تحدث في السوق على الورقة المالية.
- (٢) عائد الاستثمار في السندات والذي يتكون من عنصرين الأول سعر الفائدة وهو التعويض الذي يأخذه المشتري مقابل أن يقوم الغير باستعمال نقوده، والثاني الربح وهو ما يأخذه المستثمر بسبب قبوله تحمل المخاطر المالية لاستعمال أمواله في مشروع معين.
- (٣) استحقاق الأوراق المالية بمعنى إلزام صندوق الاستثمار بالتخلي عن الأموال لأجل محدد.

(٤) نوعية الورقة المالية ومدى جودتها، فكلما كان الاستثمار مضموناً قلت ربحيته وكلما زادت المخاطر كانت الربحية كبيرة، وهناك ضرورة لتنويع الأوراق المالية المشتراة من جانب صندوق الاستثمار، وذلك للحد من المخاطر التي يمكن أن يتعرض لها نشاط من نوع معين في ظروف معينة.

أهداف السياسة الاستثمارية لصناديق الاستثمار

تسعى صناديق الاستثمار إلى وضع سياسة استثمارية ملائمة لجميع المتغيرات البيئية الداخلية والخارجية المؤثرة في حجم وهيكل الاستثمار في الأوراق المالية، وذلك بهدف تحقيق أكبر عائد ممكن مع أقل درجة من المخاطر، ويتطلب ذلك تنويع المجالات الاستثمارية بحيث تضمن تحقيق عائد مرتفع مع تحمل أقل درجة ممكنة من المخاطر الاستثمارية.

تسعى صناديق الاستثمار من خلال سياسات الاستثمار إلى تحقيق عدد من الأهداف من الوجهة الفنية البحتة، ومن أهم هذه الأهداف: (١٨)

(١) الحصول على أرصدة سائلة عند الحاجة، ويقصد بالسيولة قدرة صندوق الاستثمار على تلبية طلبات استرداد وثائق الاستثمار، بمعنى إنه جزء من الأصول يتم الاحتفاظ به بصورة سائلة أو شبه سائلة بما يتواءم مع إحتياجات حملة وثائق الاستثمار لذا فإن صناديق الاستثمار لا تسعى إلى تشغيل كل أموالها المتاحة في أصول طويلة الأجل، بل إنها تودع جزء منها في شكل أصول شبه سائلة قابلة للتصرف فيها دون اننى خسارة مثل الاستثمار في الأوراق المالية الحكومية.

(٢) الحصول على عائد مناسب، من المعروف أن الهدف الأساسي المطلوب على مستوى صندوق الاستثمار هو تحقيق الربح، وحتى يتم ذلك فإن صندوق الاستثمار يسعى إلى تحديد دقيق لمواصفات استخدامه للأموال وبناء هيكل الأصول بما يحقق أقصى عائد ممكن، وقد يستخدم صندوق الاستثمار تخطيطه لتوزيع استحقاق الأصول والتدفقات النقدية في القيسام باستثمارات قصيرة الأجل حتى يمكن مقابلة استرداد وثائق الاستثمار التي يصدرها الصندوق.

(٣) توفير درجة من الأمان، ويعني هنا بعنصر الأمان قدرة صندوق الاستثمار في أي

وقت على الوفاء بالتزاماته تجاه حملة وثائق الاستثمار وحتى تتجنب صناديق الإستثمار ذلك فإنها تسعى إلى تنويع محفظة استثماراتها بما لا يعرضها للمخاطر المحتملة، هذا فضلاً عن قصر أجل الأصول الإبرادية على النحو الذي يخضع هذه الأصول لشروط التصفية الذاتية، وارتباط الاستثمارات بحركة وتنظيم الإنتاج والتوزيع للسلع والخدمات في النوعية والتوقيت، لذا فإن صناديق الإستثمار تعتبر أن الاستثمارات في السندات الحكومية من أفضل أنواع الاستثمارات.

٤٠) تنويع الاستثمارات، ويقصد بالتنويع القيام بتوزيع الأموال المتاحة للاستثمار على مجالات استثمارية مختلفة في إمكانها وتواريخ استحقاقها بما يساعد على تحقيق أقصى دخل ممكن في ضوء الإقلال من المخاطر الاستثمارية المحتملة.

أهداف سياسة تكوين المحافظ الاستثمارية في صناديق الاستثمار

تعتبر صناديق الاستثمار من أهم المؤسسات المالية الوسيطة التي تقوم بتجميع الأموال من المستثمرين ونستخدمها في شراء أصول مالية مثل الأسهم والسندات وفي المقابل يحصل هؤلاء المستثمرين على حقوق ثابتة تجاه تلك الأصول المالية التي قام الصندوق بشرائها كما يحصل المستثمرين على جزء من الأرباح التي تتولد من محفظة استثمارات الصندوق. (١٩)

تعتبر سياسة تكوين المحافظ الاستثمارية في صناديق الاستثمار مسئولية مدير الاستثمار ويتوقف نجاح أو فشل الصندوق على فاعلية السياسة الاستثمارية للصندوق، حيث تختلف سياسة تكوين المحافظ الاستثمارية التي تنتهجها شركات إدارة صناديق الاستثمار من دولة إلى أخرى وفقاً لأحكام القوانين التي تحكم نشاط صناديق الاستثمار في كل دولة، حيث تقوم الشركة التي تتولى إدارة صندوق الاستثمار بالاتفاق مع مجلس إدارة الصندوق على سياسة تكوين المحافظ الاستثمارية التي يمكن تنفيذها لتحقيق أهداف الصندوق وأهداف عملاء الصندوق. (٢٠)

يمكن حصر سياسات تكوين المحافظ الاستثمارية لصناديق الاستثمار ثلاث سياسات على النحو التالي:

١) سياسة هجومية تجعل محفظة الأوراق المالية لصندوق الاستثمار مكونة جميعها من الأسهم العادية وبذلك يمكن الحصول على عوائد مرتفعة نتيجة تحمل قدر أكبر نسبياً من المخاطر.

٢) سياسة دفاعية ذات درجة من المخاطر المنخفضة وتعني بذلك أنها ذات درجة حساسية أقل تجاه المتغيرات في عوائد السوق ولتخفيض درجة المخاطر قد يلجأ الصندوق الذي يتبع سياسة استثمارية دفاعية إلى الاستثمار في السندات والأوراق المالية ذات العائد الثابت.

٣) السياسة المتوازنة التي تهدف إلى تحقيق درجة مناسبة من الأمان وفي نفس الوقت تحقيق أرباح رأسمالية وبالتالي تتكون محفظة الأوراق المالية لصندوق الاستثمار التي تتبع هذه السياسة من مزيج متنوع من الأوراق المالية التي تشمل الأسهم العادية والأوراق المالية قصيرة الأجل والسندات والأسهم الممتازة وعالياً يتطلب إتباع السياسة المتوازنة درجة عالية من الكفاءة والتخصيص في إدارة محفظة الأوراق المالية.

ويتطلب وضع سياسة تكوين المحافظ الاستثمارية لصندوق الاستثمار أن تقوم الشركة

الإدارية بتحديد درجة المخاطر واختيار التخصيص الذي سوف تمارسه أموال الصندوق ولتحقيق أهداف الصندوق تتولى شركات إدارة صناديق الإستثمار إتخاذ القرارات الإستثمارية على النحو التالي: (٢١)

- ١) يجب أن يقرر مدير الإستثمار على وجه الدقة درجة المخاطر، فهناك سياسة إستثمارية متحفظة تجاه المخاطر تهدف إلى تحقيق الأمان والاستقرار فى ظل دخل منتظم، وهناك سياسة إستثمارية هجومية تهدف إلى تحقيق أعلى ربحية رأسمالية داخل مجال من المخاطر المرتفعة، وهناك سياسة إستثمارية متوازنة تهدف إلى تحقيق ربحية مناسبة فى درجة مقبولة من المخاطر.
- ٢) يجب أن يقرر المدير اختيار التخصيص الذي سوف يمارسه الصندوق ووضع حدود لاختيار الأسهم والسندات التي يمكن الاحتفاظ بها كأحد مصادر الإستثمار مثل أسهم البترول أو أسهم الكيماويات، عادة لا يتم تحديد التخصيص للصناديق إلا بعد مرحلة متقدمة.
- ٣) يجب أن يقرر مدير الإستثمار اختيار أهداف سياسة تكوين المحافظ الإستثمارية للصندوق ويتطلب ذلك تحديد النوعية الإستثمارية التي تكفل تحقيق الاستقرار وصرف العائد على حاملي وثائق الإستثمار، وتحديد درجة السيولة التي يجب توفيرها لمواجهة طلبات استرداد الوثائق.

شروط وضوابط إستثمار أموال صناديق الإستثمار

الإستثمار الرئيسي لأموال الصندوق هو الإستثمار فى الأوراق المالية ويشترط ألا تزيد نسبة ما يستثمر فى شراء أوراق مالية لشركة واحدة على ١٠% من أموال الصندوق وبما لا يجاوز ١٥% من أوراق تلك الشركة، ألا تزيد نسبة ما يستثمره الصندوق فى وثائق الإستثمار التي تصدرها صناديق الإستثمار الأخرى على ١٠% من أمواله وبما لا يجاوز ٥% من أموال كل صندوق مستثمر فيه.

لا يجوز للصندوق إستثمار أمواله فى المضاربة فى المعاملات أو المعادن النفيسة ولا يجوز لصناديق الإستثمار أن تتعامل فى القيم المنقولة الأخرى أو غيرها من مجالات الإستثمار إلا بترخيص خاص من مجلس إدارة الهيئة العامة لسوق المال، وفى حدود نسبة الإستثمار التي يقررها على أن يقدم الصندوق دراسة تتضمن بياناً بمجالات القيم المنقولة وغيرها من المجالات الأخرى التي يرغب الإستثمار فيها ومبررات ونتائج الإستثمار المتوقعة.

هناك شروط وضوابط أخرى لإستثمار أموال صناديق الإستثمار يمكن حصرها فيما يلي:

- ١) إتباع سياسة من شأنها الإضرار بحقوق أو مصالح حملة وثائق الإستثمار.
- ٢) إستثمار أموال الصندوق فى وثائق صندوق آخر يتولى مدير الإستثمار بالصندوق إدارته.
- ٣) إستثمار أموال الصندوق فى الأسهم غير المقيدة بالبورصة المصرية أو فى الأوراق المالية غير المقيدة فى بورصة بالخارج أو مقيدة فى بورصة غير خاضعة لإشراف سلطة رقابية حكومية بالخارج.
- ٤) إستثمار أموال الصندوق فى تأسيس شركات جديدة أو شراء أوراق مالية لشركات

تحت التصفية في حالة الإفلاس.

٥) يجب على الصندوق الاحتفاظ بنسبة كافية من السيولة لمواجهة طلبات إسترداد قيمة وثائق الاستثمار وفقاً لشروط الاسترداد بنشرات الاكتتاب في هذه الوثائق.

تقييم السياسة الاستثمارية لصناديق العائد والنمو الرأسمالي:

تتميز السياسة الاستثمارية لصناديق العائد والنمو الرأسمالي بارتفاع الأهمية النسبية للاستثمار في الأسهم حيث مع الاحتفاظ بالسيولة النقدية وبعد ذلك تعطيلاً لأموال تلك الصناديق عن البدائل الأخرى مثل السندات.

لدراسة السياسة الاستثمارية لصناديق العائد والنمو الرأسمالي تم دراسة القوائم المالية لعدد (٣) صناديق للتعرف على مكونات المحفظة الاستثمارية خلال الفترة (٢٠٠٢ - ٢٠٠٧).

(١) السياسة الاستثمارية لصندوق بنك كريدى أجريكول الثانى:

جدول رقم (٧) مكونات المحافظ الاستثمارية لصناديق العائد والنمو الرأسمالي (القيمة بالمليون جنيه)

البيان	بنك كريدى أجريكول الثانى		البنك المصرى الخليجى		بنك قناة السويس	
	٢٠٠٢	٢٠٠٧	٢٠٠٢	٢٠٠٧	٢٠٠٢	٢٠٠٧
الأسهم	28.7	140.8	11.2	128.5	18.0	30.4
سندات الشركات	5.5	1.0	0.9	0.5	4.2	1.4
أوراق مالية حكومية	-	-	1	-	-	-
شهادات إيداع البنك المركزى	-	-	-	-	-	-
وثائق استثمار صناديق أخرى	-	-	-	-	1.1	2.0
أوراق مالية أخرى	-	-	-	-	-	-
أذون خزانة	-	-	-	-	-	-
استثمارات متداولة فى أوراق مالية	34.2	141.8	17.4	129	23.4	33.9
نقدية بالبنوك	8.6	26.4	3.7	37	7.1	4.6
إجمالى الاستثمارات	43.6	159	17.8	144	27.4	38.3

المصدر: القوائم المالية لصناديق الاستثمار المذكورة بالجدول

بملاحظة البيانات المتاحة بالجدول رقم (٧) يتضح لنا ما يلى:

١- ارتفع حجم الاستثمارات المتداولة فى الأوراق المالية من حوالى ٣٤ مليون جنيه إلى حوالى ١٤٢ مليون جنيه خلال الفترة (٢٠٠٢-٢٠٠٧) بمعدل نمو سنوى ٦٣,٥% فى المتوسط، كما ارتفعت الأهمية النسبية للاستثمارات المتداولة فى الأوراق إلى إجمالى الاستثمارات من ٧٨,٤% إلى ٨٩,١% خلال نفس الفترة.

٢- ارتفع حجم النقدية بالبنوك من حوالى ٩ مليون جنيه إلى حوالى ٢٦ مليون جنيه خلال الفترة (٢٠٠٢ - ٢٠٠٧) بمعدل نمو سنوى ٤١,٤% فى المتوسط، كما إنخفض الوزن النسبى للنقدية بالصندوق إلى إجمالى الاستثمارات من ١٩,٧% إلى ١٦,٦% خلال نفس الفترة.

٣- ارتفع حجم الأسهم المحلية من حوالى ٢٩ مليون جنيه إلى حوالى ١٤١ مليون جنيه

خلال الفترة (٢٠٠٢ - ٢٠٠٧) بمعدل نمو سنوى ٧٧,٢% فى المتوسط، كما ارتفع الوزن النسبى للأسهم المحلية إلى إجمالى الاستثمارات المتداولة فى الأوراق المالية من ٨٣,٩% إلى ٩٩,٣% خلال نفس الفترة.

٤- انخفاض حجم سندات الشركات من حوالى ٦ مليون جنيه إلى مليون جنيه خلال الفترة من (٢٠٠٢ - ٢٠٠٧) بمعدل تراجع سنوى ١٦,٤% فى المتوسط، كما تراجع للوزن النسبى لسندات الشركات إلى إجمالى الاستثمارات المتداولة فى الأوراق المالية من ١٦,١% إلى أقل من ١% خلال نفس الفترة.

(٢) السياسة الاستثمارية لصندوق البنك المصرى الخليجى:

بدراسة البيانات المتاحة بالجدول رقم (٧) يتضح لنا مكونات المحفظة الاستثمارية لصندوق البنك المصرى الخليجى وذلك على النحو التالى:

١- ارتفع حجم الاستثمارات المتداولة فى الأوراق المالية من حوالى ١٧ مليون جنيه إلى حوالى ١٢٩ مليون جنيه خلال الفترة (٢٠٠٢ - ٢٠٠٧) بمعدل نمو سنوى ١٣١,٨% فى المتوسط، كما إنخفض الوزن النسبى للاستثمارات من ٩٧,٨% إلى ٨٩,٦% خلال نفس الفترة.

٢- ارتفع حجم النقدية بالبنوك من حوالى ٤ مليون جنيه إلى حوالى ٣٧ مليون جنيه خلال الفترة (٢٠٠٢ - ٢٠٠٧) بمعدل نمو سنوى % فى المتوسط، كما ارتفع الوزن النسبى للنقدية بالبنوك إلى إجمالى الاستثمارات من ٢٠,٨% إلى ٢٥,٧% خلال نفس الفترة.

٣- ارتفع حجم الأسهم المحلية من حوالى ١١ مليون جنيه إلى حوالى ١٢٩ مليون جنيه خلال الفترة (٢٠٠٢ - ٢٠٠٧) بمعدل نمو سنوى ١٨% فى المتوسط كما ارتفع للوزن النسبى للأسهم المحلية إلى إجمالى الاستثمارات المتداولة فى الأوراق المالية من % إلى % خلال نفس الفترة.

٤- انخفاض حجم سندات الشركات من حوالى ٩٠٠ ألف جنيه إلى حوالى نصف مليون جنيه خلال الفترة (٢٠٠٢ - ٢٠٠٧) بمعدل تراجع سنوى ١١,١% فى المتوسط، كما انخفض الوزن النسبى لسندات الشركات إلى إجمالى الاستثمارات المتداولة فى الأوراق المالية من ٥,٢% إلى أقل من ١% خلال نفس الفترة.

(٣) سياسة الاستثمارات لصندوق بنك قناة السويس:

بدراسة البيانات المتاحة بالجدول رقم (٧) يتضح لنا مكونات المحفظة الاستثمارية لصندوق بنك قناة السويس وذلك على النحو التالى:

١- ارتفع حجم الاستثمارات المتداولة فى الأوراق المالية من حوالى ٢٣ مليون جنيه إلى حوالى ٣٤ مليون جنيه خلال الفترة (٢٠٠٢ - ٢٠٠٧) بمعدل نمو سنوى ٩,٦% فى المتوسط، كما ارتفع الوزن النسبى للاستثمارات المتداولة فى الأوراق المالية إلى إجمالى الاستثمارات من ٥٨,٤% إلى ٨٨,٥% خلال نفس الفترة.

٢- إنخفض حجم النقدية بالبنوك من حوالى ٧ مليون جنيه إلى حوالى ٥ مليون جنيه بمعدل تراجع سنوى ٧% فى المتوسط، كما انخفض الوزن النسبى للنقدية بالبنوك إلى إجمالى الاستثمارات من ٢٥,٩% إلى ١٢% خلال نفس الفترة.

٣- ارتفع حجم الأسهم المحلية من حوالى ١٨ مليون جنيه إلى حوالى ٣٠ مليون جنيه

خلال الفترة (٢٠٠٢ - ٢٠٠٧) بمعدل نمو سنوى ١٣,٨% فى المتوسط، كما ارتفع الوزن النسبى للأسهم المحلية إلى إجمالى الاستثمارات المتداولة فى الأوراق المالية من ١٥,٣% إلى ٧٩,٤% خلال نفس الفترة.

٤- تخفيض حجم سندات الشركات من حوالى ٤ مليون جنيه إلى حوالى ١,٥ مليون جنيه خلال الفترة (٢٠٠٢ - ٢٠٠٧) بمعدل تراجع سنوى ١٣,٣% فى المتوسط، كما انخفض للوزن النسبى لسندات الشركات إلى إجمالى الاستثمارات المتداولة فى الأوراق المالية من ١٧,٩% إلى ٤,١% خلال نفس الفترة.

٥- ارتفع حق وثائق استثمار الصناديق الأخرى من حوالى مليون جنيه إلى حوالى ٢ مليون جنيه خلال الفترة (٢٠٠٢ - ٢٠٠٧) بمعدل نمو سنوى ١٦,٤% فى المتوسط، كما ارتفع الوزن النسبى لوثائق استثمار الصناديق الأخرى إلى إجمالى الاستثمارات المتداولة فى الأوراق المالية من ٤,٧% إلى ٥,٩% خلال نفس الفترة.

تقييم السياسة الاستثمارية لصناديق العائد الدورى:

للتعرف على السياسة الاستثمارية لصناديق العائد الدورى قمنا بدراسة مكونات المحفظة الاستثمارية لعدد (٣) صناديق، كما تم استخراج الأوزان النسبية لمكونات محافظ تلك الصناديق من خلال تحليل القوائم المالية لتلك الصناديق خلال الفترة (٢٠٠٢ - ٢٠٠٧).

هدف السياسة الاستثمارية لصناديق العائد الدورى هو تحقيق عائد دورى يوزع على حملة وثائق الاستثمار، لذلك تركّز تلك الصناديق على تنويع مكونات المحفظة الاستثمارية، حيث تركّز تلك الصناديق على الاستثمار فى السندات الشركات ووثائق استثمار الصناديق الأخرى.

(١) السياسة الاستثمارية لصندوق البنك المصرى لتنمية الصادرات:

جدول رقم (٨) مكونات المحفظة الاستثمارية لصناديق العائد الدورى (القيمة بالمليون جنيه)

البيان	البنك المصرى لتنمية الصادرات		بنك كريدى أجريكول		البنك الأهلى المصرى	
	٢٠٠٢	٢٠٠٧	٢٠٠٢	٢٠٠٧	٢٠٠٢	٢٠٠٧
الأسهم	29.2	54.8	-	-	35.9	86.1
سندات الشركات	1.6	1.7	-	34	-	-
أوراق مالية حكومية	-	32.4	-	666.9	-	18.2
شهادات إيداع البنك المركزى	-	-	-	-	-	-
وثائق استثمار صناديق أخرى	-	5.0	-	-	8.7	6.7
أوراق مالية أخرى	2.5	-	-	-	29.7	4.5
أذون خزانة	-	-	132.4	712.8	-	-
استثمارات متداولة فى أوراق مالية	34.3	93.9	132.4	1116.6	74.3	115.4
نقدية بالبنوك	2.6	0.2	106.7	1051	10.7	14.6
إجمالى الاستثمارات	37.7	92.8	259.2	2427.2	81.6	124.9

المصدر: القوائم المالية لصناديق الاستثمار المذكورة بالجدول

بدراسة البيانات المتاحة بالجدول رقم (٨) يتضح لنا مكونات المحفظة الاستثمارية لصندوق البنك المصري لتنمية الصادرات على النحو التالي:

١- ارتفع حجم الاستثمارات المتداولة في الأوراق المالية من حوالى ٣٤ مليون جنيه إلى حوالى ٩٤ مليون جنيه خلال الفترة (٢٠٠٢ - ٢٠٠٧) بمعدل نمو سنوى ١١,٧% فى المتوسط، كما ارتفع الوزن النسبى لحجم الاستثمارات المتداولة فى الأوراق المالية إلى إجمالى الاستثمارات من ٩١% إلى ١٠٠% خلال نفس الفترة.

٢- حجم النقدية بالبنوك من حوالى ٣ مليون جنيه إلى حوالى ٢٠٠ ألف جنيه خلال الفترة (٢٠٠٢ - ٢٠٠٧) بمعدل تراجع سنوى ١٨,٩% فى المتوسط، كما انخفض الوزن النسبى للنقدية بالبنوك إلى إجمالى الاستثمارات من ٦,٩% إلى أقل من ١% خلال نفس الفترة.

٣- ارتفع حجم الأسهم المحلية من حوالى ٢٩ مليون جنيه إلى حوالى ٥٥ مليون جنيه خلال الفترة (٢٠٠٢ - ٢٠٠٧) بمعدل نمو سنوى ١٧,٥% فى المتوسط، كما ارتفع الوزن النسبى لحجم الأسهم المحلية إلى إجمالى الاستثمارات المتداولة فى الأوراق المالية من ٨٥% إلى ٥٨,٤% خلال نفس الفترة.

٤- ارتفع حجم سندات الشركات من حوالى ١,٦ مليون جنيه إلى حوالى ١,٧ مليون جنيه خلال الفترة (٢٠٠٢ - ٢٠٠٧) بمعدل نمو سنوى ١٥,٧% فى المتوسط، كما ارتفع الوزن النسبى لسندات الشركات إلى إجمالى الاستثمارات المتداولة فى الأوراق المالية من ٤,٧% إلى ١,٨% خلال نفس الفترة.

٥- بلغ حجم وثائق الاستثمار للصناديق الأخرى حوالى ٣ مليون جنيه عام ٢٠٠٢، كما بلغ الوزن النسبى لوثائق الاستثمار للصناديق الأخرى إلى إجمالى الاستثمارات المتداولة فى الأوراق المالية ٥,٣% عام ٢٠٠٧ وتم العدول عن الاستثمار فى وثائق الاستثمار للصناديق الأخرى عام ٢٠٠٢.

(٢) السياسة الاستثمارية لصندوق بنك كريدى أجريكول الثالث

بدراسة البيانات المتاحة بالجدول رقم (٨) يتضح لنا مكونات المحفظة الاستثمارية لصندوق بنك كريدى أجريكول الثالث على النحو التالي:

١- ارتفع حجم الاستثمارات المتداولة فى الأوراق المالية من حوالى ١٣٢ مليون جنيه إلى حوالى ١١١٧ مليون جنيه خلال الفترة (٢٠٠٢ - ٢٠٠٧) بمعدل نمو سنوى ١٤٨,٧% فى المتوسط، كما إنخفض الوزن النسبى لحجم الاستثمارات المتداولة فى الأوراق المالية إلى إجمالى الاستثمارات من ٥١% إلى ٤٦% خلال نفس الفترة.

٢- إرتفع حجم النقدية بالبنوك من حوالى ١٠٧ مليون جنيه إلى حوالى ١٠٥١ مليون جنيه بمعدل نمو سنوى ١٧٦% فى المتوسط، كما انخفض الوزن النسبى للنقدية بالبنوك إلى إجمالى الاستثمارات من ٤١,٣% إلى ٤٣,٣% خلال نفس الفترة.

٣- بلغ حجم سندات الشركات حوالى ٣٤ مليون جنيه عام ٢٠٠٧ وكان الوزن النسبى لسندات الشركات إلى إجمالى الاستثمارات المالية المتداولة فى الأوراق المالية ٣% فى نفس العام

ولم يستثمر الصندوق أى أموال فى سندات الشركات عام ٢٠٠٢.

٤- بلغ حجم شهادات إيداع البنك المركزى حوالى ٦٦٧ مليون جنيه عام ٢٠٠٧ وكان الوزن النسبى لشهادات إيداع البنك المركزى إلى إجمالى الاستثمارات المتداولة فى الأوراق المالية ٥٩,٧% فى نفس العام فى حين لم يستثمر الصندوق أى أموال فى شهادات إيداع البنك المركزى عام ٢٠٠٢.

٥- ارتفع حجم أنون الخزانة من حوالى ١٣٢ مليون جنيه إلى حوالى ٧١٣ مليون جنيه خلال الفترة (٢٠٠٢ - ٢٠٠٧) بمعدل نمو سنوى ٦٣,٨% فى المتوسط، كما ارتفع الوزن النسبى لأنون الخزانة إلى إجمالى الاستثمارات المتداولة فى الأوراق المالية من % إلى % خلال نفس الفترة.

(٣) السياسة الاستثمارية لصندوق البنك الأهلى المصرى الثانى

بدراسة البيانات المتاحة بالجدول رقم (٧) يتضح لنا مكونات المحفظة الاستثمارية لصندوق البنك الأهلى المصرى الثانى على النحو التالى:

١- ارتفع حجم الاستثمارات المتداولة فى الأوراق المالية من حوالى ٧٤ مليون جنيه إلى حوالى ١١٥ مليون جنيه خلال الفترة (٢٠٠٢ - ٢٠٠٧) بمعدل نمو سنوى ١١,١% فى المتوسط، كما ارتفع الوزن النسبى لحجم الاستثمارات المتداولة فى الأوراق المالية إلى إجمالى الاستثمارات من ٩١% إلى ٩٢,٤% خلال نفس الفترة.

٢- ارتفع حجم الأسهم المحلية من حوالى ٣٦ مليون جنيه إلى حوالى ٨٦ مليون جنيه خلال الفترة (٢٠٠٢ - ٢٠٠٧) بمعدل نمو سنوى ٢٨% فى المتوسط، كما ارتفع الوزن النسبى لحجم الأسهم المحلية إلى إجمالى الاستثمارات المتداولة فى الأوراق المالية من ٤٨,٣% إلى ٧٤,٦% خلال نفس الفترة.

٣- بلغ حجم الأوراق المالية الحكومية والمضمونة من الحكومة حوالى ١٨ مليون جنيه عام ٢٠٠٧ وبلغ الوزن النسبى للأوراق المالية الحكومية إلى إجمالى الاستثمارات المتداولة فى الأوراق المالية ١٥,٨% خلال عام ٢٠٠٧ ولم يستثمر الصندوق أى أموال فى الأوراق المالية الحكومية عام ٢٠٠٢.

٤- انخفض حجم وثائق استثمار الصناديق الأخرى من حوالى ٩ مليون جنيه إلى حوالى ٧ مليون جنيه خلال الفترة (٢٠٠٢ - ٢٠٠٧)، بمعدل تراجع سنوى ٤,٦% فى المتوسط كما انخفض الوزن النسبى لحجم وثائق استثمار الصناديق الأخرى إلى إجمالى الاستثمارات المتداولة فى الأوراق المالية من ١١,٧% إلى ٥,٨% خلال نفس الفترة.

٥- انخفض حجم الأوراق المالية الأخرى من ٣٠ مليون جنيه إلى حوالى ٥ مليون جنيه خلال الفترة (٢٠٠٢ - ٢٠٠٧) بمعدل تراجع سنوى ١١٢% فى المتوسط كما انخفض الوزن النسبى لحجم الأوراق المالية إلى إجمالى الاستثمارات المتداولة فى الأوراق المالية من ٤٠% إلى ٤% خلال نفس الفترة.

تقييم السياسة الاستثمارية لصناديق النمو الرأسمالى:

للتعرف على السياسة الاستثمارية لصناديق النمو الرأسمالى قمنا بدراسة مكونات المحفظة

الاستثمارية لعدد (٣) صناديق، كما تم استخراج الأوزان النسبية لمكونات محافظ تلك الصناديق وذلك من خلال تحليل القوائم المالية لتلك الصناديق خلال الفترة (٢٠٠٢ - ٢٠٠٧) وتم اختيار عينة من تلك الصناديق هي صندوق استثمار بنك الإسكندرية الأول وصندوق المجموعة العربية المصرية للتأمين وصندوق بنك كريدى أجريكول الأول.

تتميز السياسة الاستثمارية لصناديق النمو الرأسمالى بارتفاع الأهمية النسبية للاستثمار فى الأسهم وهذا يتسق مع هدف تلك الصناديق وهو تحقيق النمو الرأسمالى إلا أن ذلك يؤثر على عملية تنويع الاستثمارات فى الأدوات الأخرى مثل السندات ووثائق الاستثمار الأخرى.

(١) السياسة الاستثمارية لصندوق بنك الإسكندرية الأول

جدول رقم (٩) مكونات المحفظة الاستثمارية لصناديق النمو الرأسمالى (القيمة بالمليون جنيه)

البيان	بنك الإسكندرية الأول		المجموعة العربية المصرية للتأمين		بنك كريدى أجريكول الأول	
	٢٠٠٢	٢٠٠٧	٢٠٠٢	٢٠٠٧	٢٠٠٢	٢٠٠٧
الأسهم	53.8	439	6.9	34.8	38.3	141.3
سندات الشركات	7	1.6	3.4	0.4	5.9	1.0
أوراق مالية حكومية	5.8	-	-	-	3.6	0.6
شهادات إيداع البنك المركزى	-	-	-	-	-	-
وثائق استثمار صناديق أخرى	-	-	-	-	-	-
أوراق مالية أخرى	-	-	-	-	-	-
أذون خزائنة	-	-	-	3.0	-	-
استثمارات متداولة فى أوراق مالية	69.1	441	10.3	38.2	47.8	142.9
نقدية بالبنوك	23.5	98.1	2.7	5.8	11.0	48.9
إجمالى الاستثمارات	93.9	502.1	13.1	44.8	60.4	169.0

المصدر: القوائم المالية لصناديق الاستثمار المذكورة بالجدول

بملاحظة البيانات المتاحة بالجدول رقم (٩) يتضح لنا مكونات المحفظة الاستثمارية لبنك الإسكندرية الأول على النحو التالى:

١- ارتفع حجم الاستثمارات المتداولة فى الأوراق المالية من حوالى ٦٩ مليون جنيه إلى حوالى ٤٤١ مليون جنيه خلال الفترة (٢٠٠٢ - ٢٠٠٧) بمعدل نمو سنوى ١٠٨% فى المتوسط، كما ارتفع الوزن النسبى لحجم الاستثمارات المتداولة فى الأوراق المالية إلى إجمالى الاستثمارات من ٧٣,٤% إلى ٨٧,٨% خلال نفس الفترة.

٢- ارتفع حجم النقدية بالبنوك من حوالى ٢٤ مليون جنيه إلى حوالى ٩٨ مليون جنيه خلال الفترة (٢٠٠٢ - ٢٠٠٧) بمعدل نمو سنوى ٦١,٦% فى المتوسط، كما إنخفض الوزن النسبى للنقدية بالبنوك إلى إجمالى الاستثمارات من ٢٥% إلى ١٩,٥% خلال نفس الفترة.

٣- ارتفع حجم الأسهم المحلية من حوالى ٥٤ مليون جنيه إلى حوالى ٤٣٩ مليون جنيه

خلال الفترة (٢٠٠٢ - ٢٠٠٧) بمعدل نمو سنوى ١٤٣% فى المتوسط، كما ارتفع الوزن النسبى لحجم الأسهم المحلية إلى الاستثمارات المتداولة والأوراق المالية من ٧٨,٣ % إلى ٨٧,٤% خلال نفس الفترة.

٤- انخفض حجم سندات الشركات من حوالى ٧ مليون جنيه إلى حوالى ٢ مليون جنيه خلال الفترة (٢٠٠٢ - ٢٠٠٧) بمعدل تراجع سنوى ١٥,٤% فى المتوسط، كما تراجع الوزن النسبى لسندات الشركات إلى إجمالى الاستثمارات المتداولة فى الأوراق المالية من ٧,٤% إلى أقل من ١% خلال نفس الفترة.

٥- بلغ حجم الأوراق المالية الحكومية والمضمونة من الحكومة حوالى ٦ مليون جنيه عام ٢٠٠٢ وكان الوزن النسبى لحجم الأوراق المالية الحكومية إلى الاستثمارات المتداولة فى الأوراق المالية ٦% خلال نفس العام وتم العدول فى الاستثمار فى الأوراق المالية الحكومية عام ٢٠٠٧.

(٢) السياسة الاستثمارية لصندوق المجموعة العربية المصرية للتأمين:

بملاحظة البيانات المتاحة بالجدول رقم (٩) يتضح لنا مكونات محفظة الاستثمارية لصندوق المجموعة العربية المصرية للتأمين على النحو التالى:

١- ارتفع حجم الاستثمارات المتداولة والأوراق المالية من حوالى ١٠ مليون جنيه إلى حوالى ٣٨ مليون جنيه خلال الفترة (٢٠٠٢ - ٢٠٠٧) بمعدل نمو سنوى ٥٤,٢% فى المتوسط، كما ارتفع الوزن النسبى لحجم الاستثمارات المتداولة فى الأوراق المالية إلى إجمالى الاستثمارات من ٧٧% إلى ٨٥,٣% خلال نفس الفترة.

٢- ارتفع حجم النقدية بالبنوك من حوالى ٣ مليون جنيه إلى حوالى ٦ مليون جنيه خلال الفترة (٢٠٠٢ - ٢٠٠٧) بمعدل نمو سنوى ٢٣% فى المتوسط، كما ارتفع الوزن النسبى للنقدية بالبنوك إلى إجمالى الاستثمارات من ٢٠,٦% إلى ١٣% خلال نفس الفترة.

٣- ارتفع حجم الأسهم المحلية من حوالى ٧ مليون جنيه إلى حوالى ٣٥ مليون جنيه خلال الفترة (٢٠٠٢ - ٢٠٠٧) بمعدل نمو سنوى ٨١% فى المتوسط، كما ارتفع الوزن النسبى لحجم الأسهم المحلية إلى الاستثمارات المتداولة فى الأوراق المالية من ٦٧% إلى ٩١% خلال نفس الفترة.

٤- انخفض حجم سندات الشركات من حوالى ٣ مليون جنيه إلى حوالى ٤٠٠ ألف جنيه خلال الفترة (٢٠٠٢ - ٢٠٠٧) بمعدل نمو سنوى ١٧,٦% فى المتوسط، كما انخفض الوزن النسبى لسندات الشركات إلى إجمالى الاستثمارات المتداولة فى الأوراق المالية من ٣٣% إلى ١% خلال نفس الفترة.

٥- بلغ حجم أذون الخزانة حوالى ٣ مليون جنيه عام ٢٠٠٧ وبلغ الوزن النسبى لأذون الخزانة إلى الاستثمارات المتداولة فى الأوراق المالية ٧,٩% خلال نفس العام ولم يستثمر الصندوق أى أموال فى أذون الخزانة عام ٢٠٠٢.

(٣) السياسة الاستثمارية لصندوق بنك كريدى أجريكول الأول

بملاحظة البيانات المتاحة بالجدول رقم (٩) يتضح لنا مكونات المحفظة الاستثمارية لصندوق

بنك كريدى أجريكول الأول على النحو التالى:

- ١- ارتفع حجم الاستثمارات المتداولة فى الأوراق المالية من حوالى ٤٨ مليون جنيه إلى حوالى ١٤٣ مليون جنيه خلال الفترة (٢٠٠٢ - ٢٠٠٧) بمعدل نمو سنوى ٤٠% فى المتوسط، كما ارتفع الوزن النسبى لحجم الاستثمارات المتداولة فى الأوراق المالية إلى إجمالى الاستثمارات من ٧٩% إلى ٨٤,٥% خلال نفس الفترة.
- ٢- ارتفع حجم النقدية بالبنوك من حوالى ١١ مليون جنيه إلى حوالى ٤٩ مليون جنيه خلال الفترة (٢٠٠٢ - ٢٠٠٧) بمعدل نمو سنوى ٦٩% فى المتوسط، كما ارتفع الوزن النسبى للنقدية بالبنوك إلى إجمالى الاستثمارات من ١٨,٢% إلى ٢٨,٩% خلال نفس الفترة.
- ٣- ارتفع حجم الأسهم المالية من حوالى ٣٨ مليون جنيه إلى حوالى ١٤١ مليون جنيه خلال الفترة (٢٠٠٢ - ٢٠٠٧) بمعدل نمو سنوى ٥٣,٨% فى المتوسط، كما ارتفع الوزن النسبى لحجم الأسهم المالية إلى إجمالى الاستثمارات المتداولة فى الأوراق المالية من ٨٠% إلى ٩٩% خلال نفس الفترة.
- ٤- ارتفع حجم سندات الشركات من حوالى ٦ مليون جنيه إلى حوالى ١٤١ مليون جنيه خلال الفترة (٢٠٠٢ - ٢٠٠٧) بمعدل نمو سنوى ١٦,٦% فى المتوسط، كما ارتفع حجم سندات الشركات إلى إجمالى الاستثمارات المتداولة فى الأوراق المالية من ١٢,٣% إلى أقل من ١% خلال نفس الفترة.
- ٥- إنخفض حجم الأوراق المالية الحكومية والمضمونة من الحكومة من حوالى ٤ مليون جنيه إلى حوالى ٦٠٠ ألف جنيه خلال الفترة (٢٠٠٢ - ٢٠٠٧) بمعدل تراجع سنوى ١٢٩% فى المتوسط، كما ارتفع الوزن النسبى لحجم الأوراق المالية الحكومية إلى إجمالى الاستثمارات المتداولة فى الأوراق المالية من ٧,٥% إلى أقل من ١% خلال نفس الفترة.

المبحث الرابع

العوامل المؤثرة على كفاءة صناديق الاستثمار فى تخصيص الموارد

تقوم صناديق الاستثمار بتعبئة المدخرات من الأفراد والمؤسسات وتوجيهها نحو الاستثمار فى الأوراق المالية المتداولة فى سوق الأوراق المالية، ويؤدى التغير فى أسعار الأوراق المالية إلى إعادة تخصيص الموارد إلى الاستخدامات الأكفأ، وذلك فى ظل توافر المعلومات عن جانبى الطلب والعرض، وبالتالي توجه صناديق الاستثمار الموارد المالية نحو الاستثمار فى الأنشطة ذات المزايا النسبية.

تساهم سوق الأوراق المالية فى تحقيق الكفاءة الاقتصادية على المستوى الكلى حيث يمكن استخدام أدوات السياسة الاقتصادية الكلية المرتبطة بنشاط سوق الأوراق المالية مثل سعر الفائدة أو شروط تسجيل الأسهم الجديدة للتأثير فى حجم واتجاهات الاستثمار، بينما تقوم أسواق الأوراق المالية بتخصيص الموارد من خلال الدور المباشر للأسعار فى سوق الإصدار، والدور التوجيهى لسوق التداول حيث توجه سوق الأوراق المالية الاستثمارات نحو الأنشطة والمنشآت ذات المزايا النسبية التى تتسم بارتفاع الكفاءة، حيث ترتفع القيمة السوقية للشركات التى تنتمى إلى قطاعات

تتسم بارتفاع عائد الاستثمار، مما يؤدي إلى انخفاض تكلفة تمويلها وزيادة الثقة في الأنشطة الاستثمارية لتلك القطاعات، ويؤدي ذلك إلى زيادة تخصيص الموارد المالية في هذه الأنشطة المميزة. (٢٢)

ارتفاع حجم الإصدارات الجديدة وأثره على أداء صناديق الاستثمار

يعتبر حجم الإصدارات الجديدة أحد المؤشرات على قيام سوق الإصدار بزيادة الاستثمارات، حيث تتضمن الإصدارات الجديدة تأسيس شركات جديدة وزيادة رؤوس أموال الشركات القائمة بالإضافة إلى حصول الشركات على الأموال من خلال إصدار المستندات، وزيادة حجم الإصدارات الجديدة يؤدي إلى زيادة قدرة سوق الأوراق المالية على زيادة الاستثمارات وبالتالي توفير الفرص الاستثمارية وزيادة قدرة صناديق الاستثمار على تخصيص مواردها المالية في الاستثمارات الكفاء.

سوق الإصدار هو السوق الأولي الذي يتم فيه التعامل في الأوراق المالية الجديدة التي يتم إصدارها لأول مرة سواء عند تأسيس الشركات أو عند الزيادة في رأس المال، ويعتبر سوق الإصدار حلقة وسط بين المدخرين وبين الشركات والهيئات الحكومية التي تصدر الأوراق المالية، حيث يتيح سوق الإصدار للمدخرين فرصا متعددة لإستثمار مدخراتهم، كما يتيح للشركات والهيئات الحكومية الحصول على إحتياجاتهم من الأموال اللازمة للتوسع والنمو.

جدول رقم (١٠) تطور سوق الإصدار في مصر (القيمة بالمليون جنيه)

السنوات	قيمة الإصدارات الجديدة من الأسهم			قيمة الإصدارات الجديدة من سندات الشركات	قيمة الإصدارات الجديدة من أسهم وسندات الشركات	قيمة الإصدارات من السندات الحكومية	إجمالي الإصدارات الجديدة
	عند التأسيس	عند زيادة رأس المال	إجمالي الأسهم				
١٩٩٦	٩٥١٢	٦٠٤٦	١٥٥٥٨	٩٢٠	١٦٤٧٨	٤٠٠٠	٢٠٤٧٨
١٩٩٧	١٢٠٨٨	٦٢٠١	١٨٢٨٩	١١٤٥	١٩٤٣٤	—	١٩٤٣٥
١٩٩٨	٢٠٩٢٦	١٢٣٠١	٣٣٢٢٧	٥٧٥	٣٣٨٠٢	١٥٠٠	٣٥٣٠٢
١٩٩٩	٣٣٢٩٢	١٤٦٧٨	٤٨٠٥٩	٣٠١٣	٥١٠٧٢	٤٥٠٠	٥٥٥٧٢
٢٠٠٠	٦٠٢٥	١١٠٣٥	١٧٠٦١	٣٩٢	١٧٤٥٣	٣٠٠٠	٢٠٤٥٣
٢٠٠١	٥٢٦٥	٩١٧٧	١٤٤٤٣	٨١٠	١٥٢٥٣	—	١٥٢٥٣
٢٠٠٢	٤٣٧٠	١٠٩٦٦	١٥٣٣٦	٥٠٠	١٥٨٣٦	—	١٥٨٣٦
٢٠٠٣	٣٣٨٣	١٥٤١٣	١٨٧٩٦	—	١٨٧٩٦	—	١٨٧٩٦
٢٠٠٤	٧٠١٦	١٤٣٤٨	٢١٣٦٤	١٤٠٢	٢٢٧٦٦	١٣٠٠٠	٣٥٧٦٦
٢٠٠٥	٨٩٢٣	٢٨٠٦٢	٣٦٩٨٤	٤٩٦٦	٤١٩٥٠	٢٣٠٠٠	٦٤٩٥٠
٢٠٠٦	٢٨٠١٣	٥٥٨٥٨	٨٣٨٧٢	٧٩٩	٨٤٦٧١	١٦٠٠٠	١٠٠٦٧١

المصدر : الهيئة العامة لسوق المال - مركز المعلومات - وزارة التخطيط

وبملاحظة البيانات المتاحة بالجدول رقم (١٠) الذي يوضح تطور سوق الإصدار في مصر

يتبين لنا ما يلي:

(١) بلغت قيمة الإصدارات الجديدة من الأسهم والسندات حوالي ١٤٦ مليار جنيه خلال الفترة (١٩٩٧ - ٢٠٠١) في حين بلغت قيمة الإصدارات الجديدة من الأسهم والسندات حوالي ٢٣٦ مليار جنيه خلال الفترة (٢٠٠٢ - ٢٠٠٦).

(٢) بلغت قيمة الإصدارات الجديدة من الأسهم حوالي ١٣١ مليار جنيه خلال الفترة (١٩٩٧-٢٠٠١) تمثل ٨٩,٨% من قيمة الإصدارات الجديدة خلال تلك الفترة في حين بلغت قيمة الإصدارات الجديدة من الأسهم حوالي ١٧٦ مليار جنيه خلال الفترة (٢٠٠٢-٢٠٠٦) تمثل ٧٤,٦% خلال نفس الفترة.

(٣) بلغت قيمة الإصدارات الجديدة من سندات الشركات حوالي ٦ مليار جنيه خلال الفترة (١٩٩٧-٢٠٠١) تمثل ٤,١% من قيمة الإصدارات الجديدة خلال تلك الفترة، في حين بلغت قيمة الإصدارات الجديدة من سندات الشركات حوالي ٧,٧ مليار جنيه خلال الفترة (٢٠٠٢-٢٠٠٦) تمثل ٣,٣% من قيمة الإصدارات الجديدة خلال نفس الفترة.

(٤) بلغت الإصدارات الجديدة من السندات الحكومية حوالي ٩ مليار جنيه خلال الفترة (١٩٩٧ - ٢٠٠١) تمثل ٦,٢% من قيمة الإصدارات الجديدة خلال تلك الفترة، في حين بلغت قيمة الإصدارات الجديدة من السندات الحكومية حوالي ٥٢ مليار جنيه خلال الفترة (٢٠٠٢ - ٢٠٠٦) تمثل ٢٢,١% من قيمة الإصدارات الجديدة خلال نفس الفترة.

تجدر الإشارة إلى أن زيادة حجم الإصدارات الجديدة في البورصة المصرية يؤدي إلى توفير فرض استثمار جديدة وبالتالي يكون لزيادة حجم الإصدارات الجديد تأثير إيجابي على كفاءة صناديق الاستثمار في تخصيص الموارد في الاستثمارات الكفاء في البورصة المصرية.

ثانياً: ارتفاع القيمة السوقية للأسهم وأثره على أداء صناديق الاستثمار

يؤدي زيادة القيمة الدفترية للأسهم والسندات المقيدة في سوق الأوراق المالية إلى زيادة نمو الاستثمارات، حيث يؤدي ارتفاع القيمة السوقية للأسهم والسندات إلى زيادة حصيلة الإصدارات الجديدة وانخفاض تكلفة التمويل للشركات المتداولة في البورصة وارتفاع كفاءة الاستثمارات وزيادة الثروة التي يتفق جزء منها على الاستثمار،

يشير تتبع أداء سوق التداول في مصر إلى ارتفاع القيمة السوقية للأسهم المدرجة في البورصة بشكل ملحوظ اعتباراً من عام ٢٠٠٤، وتتأثر قيمة التداول السنوي في سوق التداول بعدد من العناصر من أهمها الوضع الاقتصادي العام ومستوى الإفصاح والشفافية في الأوراق المالية ومستوى خدمات الوساطة في الأوراق المالية.

تعتبر قيمة التداول السنوي من أهم المؤشرات التي يمكن من خلالها الحكم على نشاط سوق التداول، حيث تعبر قيمة التداول السنوي عن درجة نشاط السوق، في حين يعتبر رأس المال السوقي من أهم المؤشرات التي يمكن من خلالها الحكم عن نشاط سوق التداول حيث يعبر رأس المال السوقي عن حجم السوق.

جدول رقم (١١) تطور سوق التداول في مصر (القيمة بالمليون جنيه)

السنوات	قيمة التداول لأسهم وسندات مقيدة	قيمة التداول لأسهم وسندات غير مقيدة	إجمالي قيمة التداول السنوي	رأس المال الاسمي	رأس المال السوقي	عدد الشركات المقيدة	عدد الشركات المتداول أوراقها	نسبة رأس المال السوقي إلى رأس المال الاسمي
١٩٩٦	٨٧٦٩	٢١٩٨	١٠٩٦٨	١٣٦٧٣	٤٨٠٨٦	٦٤٦	٣٥٤	٣,٥
١٩٩٧	٢٠٢٨٢	٣٩٣٧	٢٤٢٢٠	١٨٢٩١	٧٠٨٧٣	٦٥٠	٤١٦	٣,٩
١٩٩٨	١٨٥٠١	٤٨٦٣	٢٣٣٦٤	٣٣٨٣٦	٨٣١٤٠	٨٦١	٥٥١	٢,٥
١٩٩٩	٣٢٨٥١	٦٢٣٥	٣٩٠٨٦	٤٧٠٧٧	١١٢٣٣١	١٠٣٣	٦٦٣	٢,٤
٢٠٠٠	٤٥٧٤٦	٧٦٦٠	٥٣٤٠٦	٧٤٦٣٨	١١٩٧٧٨	١٠٧٦	٦٥٩	١,٦
٢٠٠١	٢٤٦٥٨	٧٠١٦	٣١٦٧٤	٨٣٠٢٠	١١١٣٣٣	١١١٠	٦٣٤	١,٣
٢٠٠٢	٢٥٨٠٧	٨٣٨١	٣٤١٨٨	٩٢٠٣٠	١٢٢٠١٤	١١٥٠	٥٧٤	١,٣
٢٠٠٣	٢٣٠٣٩	٤٧٤٤	٢٧٧٨٣	٩٧٦٩٩	١٧١٩٢٢	٩٦٧	٤٩٩	١,٨
٢٠٠٤	٣٦١٢٤	٦٢٤٩	٤٢٣٧٣	١٠٣٢٣٧	٢٣٣٨٨٧	٧٩٢	٤٥٥	٢,٣
٢٠٠٥	١٥٠٨٦٠	٩٤٧٣	١٦٠٣٣٢	١٠٦١٤٢	٤٥٦٢٧٨	٧٤٤	٣٩٩	٤,٣
٢٠٠٦	٢٧١١١١	١٥٩٧٩	٢٨٧٠٩١	١١٨٦٤٣	٥٣٣٩٦٨	٦٠٣	٣٥٩	٤,٥

المصدر : الهيئة العامة لسوق المال - مركز المعلومات

بملاحظة البيانات المتاحة بالجدول رقم (١١) الذي يوضح تطور سوق التداول في مصر تبين لنا ما يلي:

(١) ارتفعت قيمة التداول السنوي من حوالي ١١ مليار جنيه عام ١٩٩٦ إلى حوالي ٥٣,٤ مليار جنيه عام ٢٠٠٠ بمعدل نمو سنوي ٩٦,٨% في المتوسط خلال تلك الفترة، ولكنها تراجعت لتسجل حوالي ٢٧,٨ مليار جنيه عام ٢٠٠٣ بمعدل نمو سنوي ٣٠,٨%، ثم ارتفعت بعد ذلك لتسجل حوالي ٢٨٧ مليار جنيه عام ٢٠٠٦.

(٢) ارتفع رأس المال الاسمي خلال الفترة (١٩٩٦ - ٢٠٠١) من حوالي ١٣,٧ مليار جنيه إلى حوالي ٨٣ مليار جنيه بمعدل نمو سنوي ١٠,٢% في المتوسط خلال تلك الفترة، في حين ارتفع رأس المال الاسمي خلال الفترة (٢٠٠١ - ٢٠٠٦) من حوالي ٨٣ مليار جنيه إلى حوالي ١١٨,٦ مليار جنيه، بمعدل نمو سنوي ٨,٦% خلال تلك الفترة.

(٣) ارتفع رأس المال السوقي خلال الفترة (١٩٩٦ - ٢٠٠١) من حوالي ٤٨ مليار جنيه إلى حوالي ١١١ مليار جنيه بمعدل نمو سنوي ٢٦,٤% في المتوسط، في حين ارتفع رأس المال السوقي خلال الفترة (٢٠٠١ - ٢٠٠٦) من حوالي ١١١ مليار جنيه إلى حوالي ٥٤٣ مليار جنيه بمعدل نمو سنوي ٧٦% في المتوسط خلال تلك الفترة.

(٤) إنخفضت نسبة رأس المال السوقي إلى رأس المال الاسمي خلال الفترة من (١٩٩٦ - ٢٠٠١) من ٣,٥ مرة إلى ١,٣ مرة، ولكنها ارتفعت خلال الفترة (٢٠٠١ - ٢٠٠٦) من ١,٣ مرة إلى ٤,٥ مرة.

٥) إرتفعت عدد الشركات المقيدة في سوق التداول خلال الفترة (١٩٩٦ - ٢٠٠٢) من ٦٤٦ شركة إلى ١١٥٠ شركة ولكن عدد الشركات المقيدة إنخفض إلى ٦٠٣ شركة عام ٢٠٠٦، ويرجع ذلك إلى ضوابط قيد الشركات في البورصة.

٦) إرتفع عدد الشركات المتداول أوراقها في سوق التداول خلال الفترة (١٩٩٦ - ٢٠٠١) من ٣٥٤ شركة إلى ٦٣٤ شركة، واعتباراً من عام ٢٠٠١ تراجع عدد الشركات المتداول أوراقها لتسجل ٣٥٩ عام ٢٠٠٧.

يؤدي إرتفاع القيمة السوقية للأسهم إلى نمو الاستثمارات في البورصة المصرية، وقيام صناديق الاستثمار بتخصيص مواردها في الأسهم المتداولة في البورصة يؤدي إلى تحقيق أرباح رأسمالية نتيجة إرتفاع القيمة السوقية للأسهم وبالتالي يكون إرتفاع القيمة السوقية للأسهم له تأثير إيجابي على كفاءة صناديق الاستثمار في تخصيص الموارد.

ثالثاً: زيادة الاستثمار الأجنبي غير المباشر وأثره على تخصيص الموارد

تعتبر زيادة تدفقات الاستثمار الأجنبي غير المباشر إلى مصر أحد المؤشرات المهمة لنجاح البورصة المصرية في نمو الاستثمارات.

يمكن القول بصفة عامة أن حركة تعاملات الأجانب في البورصة المصرية كبيرة ومؤثرة في إتجاه البورصة وحركة الأسعار، حيث تعتبر الأموال التي يضخها الأجانب في البورصة أموال سريعة الحركة فهي تدخل وتخرج من السوق بلا أي عوائق ضريبية، ولا يوجد شروط تتعلق بالحد الزمني الأدنى لحيازة الأسهم قبل تداولها، ولا يوجد أي شرط بضرورة استثمار جزء من أرباح الأجانب من البورصة في البورصة نفسها، وتعتبر البورصة على هذا النحو واحدة من المواقع للضعيفة في الاقتصاد المصري، حيث تؤثر عمليات المضاربة الأجنبية في إتجاه البورصة وفي حركة أسعار الأسهم، مما يتطلب ضرورة للنظر في وضع ضوابط تحكم حركة الأموال الأجنبية في البورصة المصرية. (١٣)

جدول رقم (١٢) حركة تعاملات الأجانب في البورصة المصرية القيمة بالمليون جنيه

السنو ت	مشتريات الأجانب	مبيعات الأجانب	إجمالي تعاملات الأجانب	صافي تعاملات الأجانب	قيمة التداول داخل المقصورة	نسبة الشراء لإجمالي قيمة التداول (%)	نسبة البيع لإجمالي قيمة التداول (%)	نسبة إجمالي تعاملات الأجانب إلى إجمالي قيمة التداول (%)
١٩٩٨	٣٤٠٦	٤٣٩٦	٧٨٠٢	(-)٩٩٠	١٨٥٠١	%١٨,٤	٢٣,٨	٤٢,٢
١٩٩٩	٨٨٣٦	٥٦١١	١٤٤٤٧	(-)٣٢٢٥	٣٢٨٥١	%٢٦,٩	١٧,١	٤٤
٢٠٠٠	١١٦٢٧	٧٥٦٥	١٩١٩٢	٤٠٦٢	٤١٧٤٥	%٢٧,٩	١٨,١	٤٦
٢٠٠١	٤٠٧٥	٣٧٩٩	٧٨٧٤	٢٧٦	٢٤٦٥٨	%١٦,٥	١٥,٤	٣١,٩
٢٠٠٢	٥١٣٠	٤٥٧٠	٩٧٠٠	٥٦٠	٢٥٨٠٧	%١٩,٩	١٧,٧	٣٧,٦
٢٠٠٣	٥١٣٧	٤٣٣٩	٩٤٧٦	٧٩٨	٢٣٠٣٩	%٢٢	١٨,٨	٤١,١
٢٠٠٤	١٠٠٢٦	٩٧٣٩	١٩٧٦٥	٢٨٧	٣٦١٣٤	%٢٨	٢٧	٥٤,٧
٢٠٠٥	٤٧٨١١	٤٠٧٨٠	٨٨٥٩١	٧٠٣١	١٥٠٨٥٩	%٣٢	٢٧	٥٨,٧
٢٠٠٦	٨٨٣١٣	٧٢٠٠٦	١٦٠٣١٩	١٦٣٠٧	٢٧١١١١	%٣٢,٦	٢٦,٦	٥٩,١
٢٠٠٧	٨٦٩٩١	٩٦٩٤٢	١٨٣٩٣٣	(-)٩٩٥١	٣٢١٨٤٧	%٢٧	٣٠	٥٧,٢

المصدر : الهيئة العامة لسوق المال - مركز المعلومات

وبملاحظة البيانات المتاحة بالجدول رقم (١٢) التي يوضح تطور حركة تعاملات الأجانب في سوق التداول تبين لنا ما يلي :

(١) إرتفعت قيمة مشتريات الأجانب في البورصة خلال الفترة (٢٠٠١ - ٢٠٠٦) من حوالي ٤ مليار جنيه إلى حوالي ٨٨ مليار جنيه بمعدل نمو سنوي ٤١٤% في المتوسط، كما إرتفعت نسبة شراء الأجانب لإجمالي قيمة التداول من ٢٦,٥% إلى ٣٢,٦% خلال نفس الفترة.

(٢) إرتفعت قيمة مبيعات الأجانب في البورصة خلال الفترة (٢٠٠١-٢٠٠٦) من حوالي ٣٨ مليار جنيه إلى حوالي ٧٢ مليار جنيه بمعدل نمو سنوي ٣٥٩% في المتوسط، كما إرتفعت نسبة مبيعات الأجانب لإجمالي قيمة التداول من ١٥,٤% إلى ٢٦,٦% خلال نفس الفترة.

(٣) إرتفعت إجمالي تعاملات الأجانب في البورصة المصرية خلال الفترة (٢٠٠١-٢٠٠٦) من حوالي ٧,٩ مليار جنيه إلى حوالي ١٦٠ مليار جنيه بمعدل نمو سنوي ٣٨٧% في المتوسط، في حين إرتفعت نسبة تعاملات الأجانب إلى إجمالي قيمة التداول خلال الفترة (٢٠٠١ - ٢٠٠٦) من ٣١,٩% إلى ٥٩,١% خلال نفس الفترة.

(٤) سجلت صافي تعاملات الأجانب قيم سالبة عام ١٩٩٨ وعام ١٩٩٩، وسجلت أعلى معدل لها عام ٢٠٠٦ حيث بلغت حوالي ١٦ مليار جنيه، في حين سجلت أدنى معدل لها عام ٢٠٠١ حيث بلغت ٢٧٦ مليون جنيه، ولكنها سجلت قيمة سالبة عام ٢٠٠٧ بلغت حوالي ١٠ مليار جنيه.

وقد أكدت نتائج إحدى الدراسات أن انسحاب الاستثمارات الأجنبية المفاجئ من البورصة المصرية يؤدي في بعض الأحيان إلى تدهور البورصة، وقد إنتهت تلك الدراسة إلى النتائج التالية: (٢٤)

(١) تمثل تعاملات الأجانب شراءً وبيعاً في البورصة المصرية المحدد الأساسي لنشاط البورصة صعوداً وهبوطاً.

(٢) يتأثر مؤشر البورصة (Case30) بشكل مباشر بحركة تعاملات المستثمرين الأجانب، استناداً إلى التواجد المؤثر لمساهماتهم في شركات هذا المؤشر.

(٣) تمثل مساهمات المستثمرين الأجانب قيمة كبيرة تصل إلى درجة الإستحواذ في العديد من الشركات ذات التأثير في نشاط وحركة البورصة، وذلك سواء شركات مؤشر البورصة (Case30) أو غيرها من الشركات النشطة.

(٤) تشير حركة تعاملات المستثمرين الأجانب في البورصة، وإلى تزايد ثقتهم في أداء البورصة المصرية، إلا أن صافي تعاملات المستثمرين الأجانب ضعيفة بالمقارنة بإجمالي قيمة التعامل شراءً وبيعاً.

(٥) ينتشر تواجد المستثمرين الأجانب عبر معظم القطاعات الاقتصادية مع شيء من التركيز على قطاعات البنوك والاسمنت والبتروك وكذلك الاتصالات، وهي تمثل أهم القطاعات الحيوية والناجحة في الاقتصاد القومي.

وتجدر الإشارة إلى أن زيادة الاستثمارات الأجنبية غير المباشرة في البورصة المصرية وما

يصاحبه من عمليات مضاربة تؤثر في اتجاه البورصة وحركة الأسعار، كان لزيادة الاستثمارات الأجنبية غير المباشرة تأثيراً سلبياً على كفاءة صناديق الاستثمار في تخصيص الموارد في البورصة المصرية.

رابعاً: ارتفاع حجم أسواق التداول وأثره على أداء صناديق الاستثمار

(١) مؤشر رأس المال السوقي كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي

تعتبر زيادة حجم سوق التداول من أهم المؤشرات المؤثرة على أداء صناديق الاستثمار في مصر حيث يعكس مؤشر رأس المال السوقي كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي مدى إتساع حجم السوق حيث يؤدي ارتفاع رأس المال السوقي إلى آثار إيجابية عن نشاط السوق، وبالتالي إتساع القاعدة الإستثمارية، ويعكس هذا المؤشر مدى قدرة سوق التداول على تعبئة رأس المال اللازم للإستثمار، أي قدرته على تعبئة المدخرات وتوجيهها نحو الإستثمار في الشركات المقيدة في السوق، ويتم قياس المؤشر كنسبة بين القيمة السوقية للأسهم المقيدة في سوق إلى الناتج المحلي الإجمالي.

جدول رقم (١٣) مؤشرات حجم سوق التداول القيمة بالمليون جنيه

للسنوات	رأس المال الإسمي	رأس المال السوقي	عدد الشركات المقيدة	متوسط حجم الشركة	الناتج المحلي الإجمالي *	نسبة رأس المال السوقي إلى الناتج المحلي الإجمالي (%)
١٩٩٦	١٣٦٧٣	٤٨٠٨٦	٦٤٦	٢١	٢٢٩٤١٧	٢١,٠
١٩٩٧	١٨٢٩١	٧٠٨٧٣	٦٥٠	٢٨	٢٥٧٢٦١	٢٧,٦
١٩٩٨	٣٣٨٣٦	٨٣١٤٠	٨٦١	٣٩	٢٨٧٤٣١	٢٩,٠
١٩٩٩	٤٧٠٧٧	١١٢٣٣١	١٠٣٣	٤٦	٣٠٧٦٠٠	٣٦,٦
٢٠٠٠	٧٤٦٣٨	١١٩٧٧٨	١٠٧٦	٦٩	٣٤٠١٠٠	٣٥,٣
٢٠٠١	٨٣٠٢٠	١١١٣٣٣	١١١٠	٧٥	٣٥٨٧٠٠	٣١,١
٢٠٠٢	٩٢٠٣٠	١٢٢٠١٤	١١٥٠	٨٠	٣٨١٧١٧	٣٢,٠
٢٠٠٣	٩٧٦٩٩	١٧١٩٢٢	٩٦٧	١٠١	٣٩٠٦١٩	٤٤,١
٢٠٠٤	١٠٣٢٣٧	٢٣٣٨٨٧	٧٩٢	١٣٠	٤٥٦٣٢٢	٥١,٣
٢٠٠٥	١٠٦١٤٢	٤٥٦٢٧٨	٧٤٤	١٤٣	٥٠٦٥١١	٩٠,١
٢٠٠٦	١١٨٦٤٣	٥٣٣٩٦٨	٦٠٣	١٩٧	٥٨١١٤٤	٩١,٩

المصدر : البنك المركزي المصري - التقرير السنوي - النشرة الإحصائية الشهرية

* الناتج المحلي الاجمالي بتكلفة عوامل الانتاج

الهيئة العامة لسوق المال - مركز المعلومات وبالأسعار الجارية

يتضح من الجدول رقم (١٣) تطور مؤشر رأس المال السوقي كنسبة للناتج المحلي الإجمالي على النحو التالي :

(١) إرتفع رأس المال السوقي كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي في مصر خلال الفترة (١٩٩٦-٢٠٠١) من حوالي ٢١% إلى حوالي ٣١%، ويرجع ذلك إلى إرتفاع رأس المال السوقي بمعدل نمو سنوي ٢٦,٤% خلال تلك الفترة، في حين إرتفع حجم الناتج المحلي الإجمالي بمعدل نمو سنوي ١١,٣% خلال نفس الفترة.

(٢) ارتفع ذلك المؤشر خلال الفترة (٢٠٠٦-٢٠٠١) من حوالي ٣١,١% إلى حوالي ٩١,١%، ويرجع ذلك إلى ارتفاع رأس المال السوقي خلال تلك الفترة بمعدل نمو سنوي ٧٦% في المتوسط، في حين ارتفع حجم الناتج المحلي الإجمالي خلال نفس الفترة بمعدل نمو سنوي ١٢,٥% في المتوسط خلال نفس الفترة.

يشير تطور مؤشر رأس المال السوقي كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي في مصر إلى ارتفاع قيمة الأسهم في البورصة المصرية، فضلاً عن زيادة قيمة الإصدارات الجديدة، الأمر الذي يؤكد زيادة قدرة البورصة المصرية على تعبئة المدخرات وتمويل الاستثمارات، وعلى الرغم من ارتفاع ذلك المؤشر إلا أن رأس المال السوقي ما زال أقل من الناتج المحلي الإجمالي. (٢) مؤشر عدد الشركات المسجلة

يعكس هذا المؤشر مدى إتساع حجم السوق حيث يؤدي ارتفاع عدد الشركات المسجلة في سوق الأوراق المالية إلى زيادة إتساع حجم السوق وبالتالي ارتفاع حجم الاستثمار كما يرتبط ذلك بارتفاع رؤوس أموال.

ويوضح الجدول رقم (١٣) تطور عدد الشركات المسجلة ومتوسط حجم الشركة على النحو التالي:

(١) ارتفع عدد الشركات المقيدة في البورصة المصرية من ٦٤٦ شركة عام ١٩٩٦ إلى ١١٥٠ شركة عام ٢٠٠٢، ولكن عدد الشركات المقيدة إنخفض إعتباراً من عام ٢٠٠٣ ليصل إلى ٦٠٣ شركة عام ٢٠٠٦، ويرجع ذلك إلى تطبيق ضوابط جديدة لقيد الشركات في البورصة المصرية.

(٢) ارتفع متوسط حجم الشركات المقيدة خلال الفترة (١٩٩٦-٢٠٠١) من ٢١ مليون جنيه إلى ٧٥ مليون جنيه، في حين ارتفع ذلك المؤشر خلال الفترة (٢٠٠١-٢٠٠٦) من ٧٥ مليون إلى ١٩٧ مليون جنيه.

يشير إنخفاض عدد الشركات المقيدة في البورصة المصرية خلال الفترة (٢٠٠٣-٢٠٠٦) إلى خروج الشركات التي لا تتمتع بالكفاءة من البورصة المصرية، في حين يعكس ارتفاع متوسط حجم الشركات المقيدة في البورصة المصرية ارتفاع استثمارات الشركات المقيدة في البورصة وبالتالي إتساع قدرتها على تحقيق الكفاءة الاقتصادية.

يعتبر ارتفاع حجم السوق دليل على إتساع القاعدة الاستثمارية في البورصة المصرية وكان لارتفاع حجم أسواق التداول تأثيراً إيجابياً على قدرة صناديق الاستثمار على تخصيص الموارد في الاستثمارات الكفاء المتداولة في البورصة المصرية.

خامساً: ارتفاع سيولة سوق التداول وأثره على أداء صناديق الاستثمار

تعتبر سيولة سوق الأوراق المالية أحد السمات الرئيسة لكفاءة سوق التداول، وهذا يعنى القدرة على شراء وبيع الأوراق المالية بسهولة، حيث تزداد سيولة السوق عند توافر ثلاث شروط، الشرط الأول هو عمق السوق أي وجود أوامر تداول على الأوراق المالية بصورة مستمرة، والشرط الثاني إتساع السوق أي وجود عدد كبير من أوامر الشراء والبيع، والشرط

الثالث هو سرعة إستجابة السوق، أي قدرة السوق على علاج أي خلل بين الطلب والعرض .
يمكن قياس مستوى السيولة في سوق الأوراق المالية من خلال مؤشرين هما قيمة التداول كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي وقيمة التداول كنسبة من رأس المال السوقي.

(١) مؤشر قيمة التداول كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي

يعكس هذا المؤشر مدى سيولة السوق ويتم قياس هذا المؤشر كنسبة بين قيمة التداول والناتج المحلي الإجمالي وهذا يعنى مقارنة قيمة التداول بحجم الاقتصاد.

جدول رقم (١٤) مؤشرات سيولة سوق التداول القيمة بالمليون جنيه

السنوات	إجمالي قيمة التداول	رأس المال السوقي	الناتج المحلي الاجمالي *	نسبة التداول إلى الناتج المحلي الاجمالي (%)	نسبة التداول إلى رأس المال السوقي (%)
١٩٩٦	١٠٩٦٨	٤٨٠٨٦	٢٢٩٤١٧	٤,٨	٢٢,٨
١٩٩٧	٢٤٢٢٠	٧٠٨٧٣	٢٥٧٢٦١	٩,٥	٣٤,٢
١٩٩٨	٢٣٣٦٤	٨٣١٤٠	٢٨٧٤٣١	٨,٢	٢٨,١
١٩٩٩	٣٩٠٨٦	١١٢٣٣١	٣٠٧٦٠٠	١٢,٧	٣٤,٨
٢٠٠٠	٥٣٤٠٦	١١٩٧٧٨	٣٤٠١٠٠	١٥,٧	٤٤,٦
٢٠٠١	٣١٦٧٤	١١١٣٣٣	٣٥٨٧٠٠	٨,٩	٢٨,٥
٢٠٠٢	٣٤١٨٨	١٢٢٠١٤	٣٨١٧١٧	٩,٠	٢٨,١
٢٠٠٣	٢٧٧٨٣	١٧١٩٢٢	٣٩٠٦١٩	٧,٢	١٦,٢
٢٠٠٤	٤٢٣٧٣	٢٣٣٨٨٧	٤٥٦٣٢٢	٩,٣	١٨,٢
٢٠٠٥	١٦٠٣٣٢	٤٥٦٢٧٨	٥٠٦٥١١	٣١,٧	٣٥,٢
٢٠٠٦	٢٨٧٠٩١	٥٣٣٩٦٨	٥٨١١٤٤	٤٩,٤	٥٣,٨

المصدر: البنك المركزي المصري - التقرير السنوي - النشرة الإحصائية الشهرية * الناتج المحلي

الاجمالي بتكلفة عوامل الانتاج وبالأسعار الجارية

الهيئة العامة لسوق المال - مركز المعلومات

ويوضح الجدول رقم (١٤) إرتفاع مؤشر قيمة التداول السنوي كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي من ٤,٨ % عام ١٩٩٦ إلى ١٥,٧ % عام ٢٠٠٠، وخلال الفترة من (٢٠٠١ - ٢٠٠٤) تراوح ذلك المؤشر بين ٧,٢ % و ٩ %، ثم إتجه ذلك المؤشر إلى الارتفاع إعتباراً من عام ٢٠٠٥ ليسجل ٤٩,٤ % عام ٢٠٠٦ .

يشير إرتفاع مؤشر قيمة التداول كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي عام ٢٠٠٦ إلى إرتفاع سيولة البورصة المصرية في ذلك العام، ويعني ذلك إمكانية الدخول والخروج من السوق بسهولة، كما يشير إرتفاع ذلك المؤشر إلى حدوث تحسن في كفاءة البورصة خلال عام ٢٠٠٦ بالمقارنة بالفترة السابقة، حيث تشجع سيولة البورصة للمستثمرين على الاستثمار في الأوراق المالية.

(٢) مؤشر قيمة التداول كنسبة من رأس المال السوقي

يعكس هذا المؤشر مدى سيولة السوق ويتم قياس المؤشر كنسبة بين قيمة التداول ورأس المال السوقي، ويعبر هذا المؤشر عن معدل دوران الأسهم في السوق، وإذا كان معدل الدوران

واحد صحيح كان متوسط تداول السهم في السنة مرة واحدة.

ويوضح الجدول رقم (١٤) تطور معدل دوران الأسهم في البورصة المصرية، حيث ارتفعت نسبة قيمة التداول إلى رأس المال السوقي من ٢٢,٨% عام ١٩٩٦ إلى ٤٤,٦% عام ٢٠٠٠، واتجه ذلك المؤشر إلى الانخفاض اعتباراً من عام ٢٠٠١ ليسجل حوالي ١٨% عام ٢٠٠٤، ولكن ذلك المؤشر ارتفع بشكل ملحوظ عام ٢٠٠٥ حيث سجل حوالي ٥٤%.

يشير ارتفاع معدل دوران الأسهم في البورصة المصرية عام ٢٠٠٦ إلى ارتفاع السيولة في البورصة المصرية، إلا أن معدل دوران الأسهم في البورصة المصرية يعتبر منخفضاً عند مقارنته بمعدل دوران الأسهم في الدول المتقدمة، حيث بلغ معدل النمو السنوي لقيمة التداول حوالي ١٦١% في المتوسط خلال الفترة (٢٠٠١ - ٢٠٠٦) في حين بلغ معدل النمو السنوي لرأس المال السوقي ٧٦% خلال نفس الفترة.

يؤدي ارتفاع سيولة السوق إلى وجود عدد كبير من أوامر الشراء والبيع وزيادة قدرة السوق على علاج أي خلل في العرض والطلب وكان لارتفاع سيولة السوق تأثير إيجابي على كفاءة صناديق الاستثمار في تخصيص الموارد في الاستثمارات الكفء المتداولة في البورصة المصرية.

سادساً: كفاءة التسعير في البورصة وأثرها على أداء صناديق الاستثمار

يمكن دراسة مدى كفاءة التسعير في سوق الأوراق المالية في مصر عن طريق تحليل علاقة الارتباط وتحليل الانحدار لدراسة مدى إستجابة أسعار الأوراق المالية للتغير في معدلات التضخم وسعر الفائدة على الودائع وسعر الفائدة الحقيقي باعتبارها من أهم المتغيرات التي تؤثر في حركة الأسعار في سوق الأوراق المالية.

هناك عدد من المؤشرات تستخدم لقياس حالة سوق الأوراق المالية بشكل عام وبما تساعد على تلخيص الأداء الكلي للسوق ومن أمثلة تلك المؤشرات المؤشر العام لسوق الأوراق المالية في مصر.

ويمكن تلخيص أهم وظائف المؤشرات المستخدمة لقياس حالة سوق الأوراق المالية في قياس مستوى الأداء في السوق والتعبير عن الحالة الإقتصادية العامة وتقييم أداء محافظ الأوراق المالية وقياس المخاطر العامة. (٢٥)

وتنقسم مؤشرات سوق الأوراق المالية إلى مؤشرات وطنية ومؤشرات دولية، وتقاس المؤشرات الوطنية أداء سوق الأوراق المالية في بلد ما، في حين يتم نشر المؤشر الدولي ويضم ذلك المؤشر أكثر من ٢٠٠٠ شركة في أكثر من عشرين دولة. (٢٦)

وقد تم بناء المؤشر العام لسوق الأوراق المالية في مصر في يناير ١٩٩٢، وقد اعتمد ذلك المؤشر على عينة تشمل على كافة أسهم الشركات المسجلة في البورصة، ويتم تحديد قيمة المؤشر على أساس القيمة السوقية لأسهم الشركات المسجلة في السوق ويتم حساب قيمة المؤشر بضرب عدد الأسهم المتداولة بكل شركة في سعر إقفال السهم في اليوم الذي تقاس فيه قيمة المؤشر ثم قسمة الناتج على القيمة السوقية لذات الأسهم في سنة الأساس ثم يضرب الناتج في

وقد إرتفعت قيمة المؤشر العام لسوق الأوراق المالية في مصر خلال الفترة (١٩٩٥-٢٠٠٥) من ٢١٣ نقطة إلى ٦٢٦ نقطة بمعدل نمو سنوي ٣٨,٨% في المتوسط خلال تلك الفترة، في حين إرتفع ذلك المؤشر خلال الفترة (٢٠٠١-٢٠٠٦) من ٦١٣ نقطة إلى ٢٣٨١ نقطة بمعدل نمو سنوي ٥٢,١% في المتوسط خلال تلك الفترة ، الأمر الذي يعكس نشاط ملحوظ لسوق التداول في عام ٢٠٠٦.

في دراسة لصندوق النقد الدول (١٩٩٩) لدراسة سلوك كفاءة التسعير في البورصة المصرية أشارت النتائج إلى انخفاض وبطء درجة استجابة أسعار الأوراق المالية للمعلومات، مما يعكس ضعف في كفاءة التسعير ويرجع ذلك إلى ثلاثة أسباب، السبب الأول هو محدودية المعلومات المتاحة عن الشركات المتداولة في البورصة، والسبب الثاني سيطرة الشركات المغلقة على البورصة والسبب الثالث محدودية دور شركات الأوراق المالية في نشر المعلومات وتحليلات عن السوق حيث يؤثر ذلك على إستجابة أسعار الأوراق المالية للتغير في المعلومات.^(٢٨)

تعتبر أسعار التضخم وأسعار الفائدة أهم المتغيرات الاقتصادية التي تؤثر على حركة الأسعار في البورصة، حيث تشير الدراسات الاقتصادية في الدول المتقدمة إلى وجود علاقة عكسية بين معدل التضخم والقيمة السوقية للأوراق المالية في البورصة، وذلك لتعويض المستثمر عن انخفاض القوة الشرائية للنقد، كما توضح النظرية الاقتصادية وجود علاقة عكسية بين معدل الفائدة وأسعار الأوراق المالية في البورصة، وذلك لأن ارتفاع أسعار الفائدة يغري المستثمر بالتخلي عن الاستثمار في الودائع ذات الدخل المرتفع نتيجة ارتفاع سعر الفائدة والعكس صحيح، وتتسم سوق الأوراق المالية ذات الكفاءة بوجود علاقة عكسية بين معدلات الفائدة وأسعار الأوراق المالية.

في دراسة لأحد الباحثين تشير النتائج إلى انخفاض كفاءة التسعير في البورصة المصرية خلال الفترة (١٩٩٤ - ٢٠٠٦) حيث اتضح ما يلي:^(٢٩)

(١) اتضح من تحليل علاقة الارتباط بين معدل التضخم (المتغير المستقل) والمؤشر العام لأسعار السوق (المتغير التابع) وجود علاقة الارتباط ولكنها ضعيفة لأنها تبعد الواحد الصحيح، وأسفرت نتائج تحليل الانحدار عن عدم معنوية معدل التضخم، الأمر الذي يؤكد أن استجابة المؤشر العام لأسعار السوق للتغير في معدل التضخم ضئيلة للغاية على عكس ما يتوقع وفقا لمفهوم النظرية الاقتصادية، الأمر الذي يؤكد ضعف كفاءة التسعير في البورصة المصرية.

(٢) اتضح من تحليل علاقة الارتباط وجود علاقة ارتباط قوية بين سعر الفائدة على الودائع (المتغير المستقل) والمؤشر العام لأسعار السوق (المتغير التابع) حيث بلغ معامل الارتباط بين هذين المتغيرين (٠,٩١ -) كما اتضح من نتائج تحليل الانحدار وجود اثر سالب ومعنوي لسعر الفائدة على الودائع على المؤشر العام لأسعار السوق، حيث يرجع ٨٤% من التغير في المؤشر العام لأسعار السوق (المتغير التابع) إلى سعر الفائدة على الودائع (المتغير المستقل)، الأمر الذي يؤكد إستجابة المؤشر العام لأسعار السوق لمتغيرات السياسة النقدية، ويشير ذلك إلى وجود

فرض مستقبلية لتحسين كفاءة البورصة المصرية.
وتجدر الإشارة إلى أن ضعف إستجابة حركة الأسعار في البورصة إلى التغير في معدلات التضخم يؤثر تأثيراً سلبياً على كفاءة صناديق الاستثمار في تخصيص الموارد في الاستثمارات الأكثر كفاءة في البورصة المصرية.

سابعاً: ارتفاع درجة التركيز في البورصة وأثره على أداء صناديق الاستثمار
تقاس درجة التركيز في سوق الأوراق المالية بمدى مساهمة أكبر عشر شركات في السوق من ناحية سيطرتها على حركة التداول أو سيطرتها على حصة كبيرة في رأس المال السوقي، وتعتبر السوق أكثر كفاءة عندما تنخفض نسبة مساهمة أكبر عشر شركات في إجمالي رأس المال السوقي أو إجمالي قيمة التداول.

(١) درجة التركيز من حيث التداول السنوي
يعتبر سوق الأوراق المالية أكثر كفاءة عندما تنخفض نسبة مساهمة أكبر عشر شركات في إجمالي قيمة التداول، أي أن انخفاض درجة التركيز من حيث قيمة التداول دليل على تطور كفاءة السوق.

جدول رقم (١٥) مؤشرات درجة التركيز في سوق التداول القيمة بالمليون جنيه

السنوات	رأس المال السوقي للشركات الأكثر نشاطاً	رأس المال السوقي لإجمالي الأسهم	الأهمية النسبية للشركات الأكثر نشاطاً لرأس المال السوقي (%)	قيمة التداول السنوي للشركات الأكثر نشاطاً	قيمة التداول السنوي لإجمالي الأسهم	الأهمية النسبية للشركات الأكثر نشاطاً لرأس المال السوقي (%)
١٩٩٦	١٦٩٩٩	٣٠٢٢٠	٥٦,٢٥	٤١٤٠	٨٢٨٣	٤٩,٩٨
١٩٩٧	٢٢٠٢٢	٤٤٠٠٦	٥٠,٠٤	٧٤٥٠	١٩٥٤٠	٣٨,١٣
١٩٩٨	١٨٥٩٦	٤٦٢٠٥	٤٠,٢٥	٥٣٧٣	١٦٦٤٧	٣٢,٢٨
١٩٩٩	٣٧٨٥٦	٤٦٩٥٣	٥٨,٢٨	١٨٩٠٢	٣٠٥٥٣	٦١,٨٧
٢٠٠٠	٢٧٨٤٩	٤٧٤٤٢	٥٨,٧	٣٣٩٨١	٤٢٦٣٥	٧٩,٧٠
٢٠٠١	٣٧١٤٩	٦٩٣٦٤	٥٣,٥٦	١٠١٥٥	١٥٨١٠	٦٤,٢٣
٢٠٠٢	١٦٧٤٧	٣٢٠٩٨	٥٢,١٨	٦٢٥٧	١١٥٥٨	٥٤,١٤
٢٠٠٣	٤٧٨٥٢	٣٧٠٧٦	٦٥,٤٨	١٢٦٢٩	١٩٧٢٦	٦٤,٠٣
٢٠٠٤	٩٦٣٤٩	١٤٢٦٧٩	٦٧,٥٣	٢٠١٨٥	٣٣٢٩٩	٦٠,٦٢
٢٠٠٥	٢٤٤٢٥٩	٣٧٩٧٤٩	٦٤,٣٢	٩٧١٨٠	١٤٢٠٢٩	٥٥,٥٧
٢٠٠٦	٢٦٧٣٥٦	٤٤٧٢٩١	٥٩,٧٧	١٦٠٠٦٨	٢٦١٢٣٢	٦١,٢٧
٢٠٠٧	٣٨٥٩٦٤	٦٦٧٥٢١	٥٧,٨٢	١٣٣٣٧٣	٢٩٥٧١٠	٤٥,١٠

المصدر: الهيئة العامة لسوق المال - مركز المعلومات

يتضح من الجدول رقم (١٥) تطور مؤشر درجة التركيز من حيث قيمة التداول، حيث سجلت الأهمية النسبية للشركات العشر الأكثر نشاطاً أدنى معدل لها عام ١٩٩٨ حيث سجلت ٣٢,٣% في حين سجلت أعلى معدل لها عام ٢٠٠٠، حيث سجلت ٧٩,٧% وقد إنخفضت درجة التركيز بالنسبة لقيمة التداول إلى ٤٥% عام ٢٠٠٧.

يشير مؤشر درجة التركيز من حيث قيمة التداول إلى سيطرة عشر شركات على حصة كبيرة من قيمة التداول السنوي، وعلى الرغم من انخفاض درجة التركيز من حيث قيمة التداول إلى حوالي ٤٥% عام ٢٠٠٧ إلا أنها ما زالت مرتفعة، حيث سيطرت المجموعة المالية هيرمس القابضة على نسبة ٨,٧% من قيمة التداول عام ٢٠٠٧، وهذا دليل على ضعف كفاءة سوق التداول.

(٢) درجة التركيز من حيث رأس المال السوقي

يعتبر سوق الأوراق المالية أكثر كفاءة عندما تتخفض نسبة مساهمة أكبر عشر شركات في رأس المال السوقي، أي أن انخفاض درجة التركيز من حيث رأس المال السوقي دليل على تطور كفاءة السوق.

يتضح من الجدول رقم (١٥) تطور مؤشرات درجة التركيز من حيث رأس المال السوقي، حيث سجلت الأهمية النسبية للشركات العشر الأكثر نشاطاً أدنى معدل لها عام ١٩٩٨، حيث بلغت ٤٠,٣% وسجلت أعلى معدل لها عام ٦٧,٥% عام ٢٠٠٣ ووصلت درجة التركيز من حيث رأس المال السوقي إلى ٥٧,٨% عام ٢٠٠٧.

يشير مؤشر درجة التركيز من حيث رأس المال السوقي إلى سيطرة عشر شركات على حصة كبيرة من رأس المال السوقي حيث ارتفعت درجة التركيز إلى حوالي ٥٨% عام ٢٠٠٧، حيث سيطرت شركة أوراسكوم للإنشاء والصناعة على حصة كبيرة من رأس المال السوقي بلغت ١٧,٣% عام ٢٠٠٧، وهذا دليل على ضعف كفاءة سوق التداول.

وتجدر الإشارة إلى أن سيطرة عشر شركات على حصته كثيرة من رأس المال السوقي في البورصة المصرية عام ٢٠٠٧ حيث استحوذت تلك الشركات على نسبة ٥٨% من رأس المال السوقي عام ٢٠٠٧ كان له تأثير سلبي على كفاءة صناديق الاستثمار في تخصيص الموارد، حيث يؤدي تركيز استثمارات صناديق الاستثمار في عدد محدود من الشركات المقيدة في البورصة إلى انخفاض كفاءة صناديق الاستثمار في تخصيص الموارد.

النتائج والتوصيات

استهدفت الدراسة التحليلية الكشف عن دور صناديق الاستثمار في تخصيص الموارد في البورصة المصرية، من خلال التعرف على أهمية صناديق الاستثمار وخصائصها وأهدافها والتحديات التي تواجهها، والتعرف على تصنيف صناديق الاستثمار.

واستهدفت الدراسة التطبيقية التعرف على دور صناديق الاستثمار في تعبئة المدخرات وإتضح زيادة حقوق حملة وثائق الصناديق خلال الفترة (٢٠٠٢ - ٢٠٠٧) وهذا دليل على زيادة قدرة صناديق الاستثمار في تعبئة المدخرات، وقد تراوحت نسبة الاسترداد في الصناديق التي تم دراسة قوائمها المالية عام ٢٠٠٧ بين (٨٣% و ٢٣%) وهناك عدد (٥) صندوق تجاوزت نسبة الاسترداد في بعض الصناديق نسبة (٥٠%) وهذه النسبة تنذر بالدخول في مخاطر التصفية حيث ينقض الصندوق إذا بلغت نسبة الاسترداد (٧٥%).

كما استهدفت الدراسة التطبيقية تقييم السياسة الاستثمارية لصناديق الاستثمار، حيث إتضح أن

السياسة الاستثمارية لصناديق النمو الرأسمالي تتميز بارتفاع الأهمية النسبية للاستثمار في الأسهم وهذا يتسق مع هدف تلك الصناديق وهو النمو الاستثمار، إلا أن ذلك يؤثر على عملية تنويع الاستثمار في الأدوات الأخرى مثل السندات ووثائق صناديق الاستثمار الأخرى، كما إتضح أن صناديق العائد الدوري تتميز بارتفاع الأهمية النسبية للسيولة النقدية الذي تصل نسبتها إلى ٤٣% عام ٢٠٠٧، كما إتضح أن السياسة الاستثمارية لصناديق العائد والنمو الرأسمالي تتميز بارتفاع الأهمية النسبية للاستثمار في الأسهم حيث تصل تلك النسبة بين أكثر من ٥% عام ٢٠٠٧، كما تتميز محافظ بعض الصناديق بارتفاع الوزن النسبي للسيولة النقدية وبعد ذلك تعطى لأموال الصناديق عن البدائل الأخرى مثل السندات ووثائق صناديق الاستثمار الأخرى.

كما استهدفت الدراسة التطبيقية دراسة العوامل المؤثرة على كفاءة صناديق الاستثمار في البورصة المصرية، وإتضح أن ارتفاع حجم الإصدارات الجديدة من الأسهم والسندات وإرتفاع القيمة السوقية للأسهم الجديدة كان لهما تأثير إيجابي على كفاءة صناديق الاستثمار في تخصيص الموارد نتيجة لتعدد فرص الاستثمار في الأسهم والسندات والارتفاع الملحوظ في قيمتها السوقية. كما إتضح أن زيادة الاستثمار الأجنبي غير المباشر كان له تأثير سلبي على كفاءة صناديق الاستثمار في تخصيص الموارد ويرجع ذلك إلى عمليات المضاربة التي يمارسها الأجانب والتي تؤثر في إتجاه البورصة وحركة الأسعار.

كما إتضح أن زيادة سيولة سوق التداول له تأثير إيجابي على كفاءة صناديق الاستثمار في تخصيص الموارد وهذا يعنى قدرة البورصة على علاج أى خلل بين الطلب والعرض في الأوراق المالية المتداولة، كما إتضح أن كفاءة التسعير في البورصة كانت ضعيفة ويرجع ذلك إلى أن استجابة المؤشر العام لأسعار السوق للتغير في معدل التضخم كانت ضئيلة للغاية خلال الفترة (٢٠٠٢ - ٢٠٠٧) الأمر الذى يعنى وجود تأثير سلبي على كفاءة صناديق الاستثمار في تخفيض الموارد.

نتائج اختبار الفرض الأول:

نص الفرض الأول على أن كفاءة صناديق الاستثمار في تخصيص الموارد في البورصة المصرية تتأثر بمجموعة من المتغيرات البيئية الداخلية التي ترتبط بالجوانب الإدارية لعملية الاستثمار في صناديق الاستثمار بصفة عامة والأساليب المستخدمة في إدارة محفظة الاستثمار بصفة خاصة.

وقام الباحث باختبار صحة أو خطأ هذا الفرض وتشير النتائج إلى صحة هذا الفرض حيث إتضح من مكونات المحفظة الاستثمارية، أن صناديق النمو الرأسمالي تركز على تنويع المحفظة بين أدوات الاستثمار التي تحقق الهدف من تلك الصناديق وهو تحقيق النمو الرأسمالي، في حين تركز صناديق العائد الدوري على تنويع المحفظة بين أدوات الاستثمار التي تحقق الهدف من تلك الصناديق وهو توزيع عائد دوري، بينما تركز صناديق العائد والنمو الرأسمالي على تنويع المحفظة بحيث تكون متوازنة لتحقيق الهدف من تلك الصناديق وهو تحقيق العائد الدوري بالإضافة إلى تحقيق النمو الرأسمالي.

نتائج اختبار الفرض الثانى:

نص الفرض الثانى أن كفاءة صناديق الاستثمار فى تخصيص الموارد تتأثر بمجموعة من المتغيرات البيئة الخارجية التى ترتبط بدرجة كفاءة البورصة المصرية. وقام الباحث باختبار صحة أو خطأ هذا الفرض وتشير النتائج إلى صحة هذا الفرض حيث إتضح أن زيادة حجم الإصدارات الجديدة وإرتفاع القيمة السوقية للأسهم وإرتفاع حجم وسيولة سوق التداول كان لها تأثير إيجابى على كفاءة صناديق الاستثمار فى تخصيص الموارد. كما إتضح أيضاً أن زيادة الاستثمار الأجنبى غير المباشر وضعف كفاءة التسعير فى سوق التداول وإرتفاع الأهمية النسبية للشركات الأكثر نشاط (١٠ شركات) كان لها تأثير سلبى على كفاءة صناديق الاستثمار فى تخصيص الموارد.

التوصيات:

(١) تشجيع البنوك وشركات التأمين على تأسيس صناديق الاستثمار المفتوحة وزيادة رؤوس أموال تلك الصناديق بحيث لا يقل حجم الصندوق عن ٢٠٠ مليون جنيه وزيادة نسبة ائتمان البنوك فى وثائق صناديق الاستثمار التى تؤسسها البنوك بحيث لا تقل عن ٥٠% من عدد الوثائق.

(٢) زيادة الحد الأدنى لرؤوس أموال صناديق الاستثمار المباشر إلى ٢٠٠ مليون جنيه وتشجيع البنوك وشركات التأمين على تأسيس تلك الصناديق لتقوم بدورها المنشود فى تنشيط البورصة المصرية.

(٣) إعداد دراسة لمستقبل سوق الأوراق المالية حتى تتمكن صناديق الاستثمار من الوقوف على اتجاهات الأسعار ومدى مناسبة الوقت للبيع أو الشراء، ثم دراسة قطاعات النشاط الإقتصادى للوقوف على أهميتها النسبية الحالية أو المستقبلية، وتحديد نسب الإستثمار فى كل قطاع، بحيث تكون تلك النسب مرنة ويعاد النظر فيها دورياً، ويفضل الاستعانة بأساليب التحليل الكمي، وأخيراً الاهتمام بتدريب العاملين فى شركات إدارة صناديق الاستثمار مع تحديد صلاحيات كل مستوى إدارى لاتخاذ قرارات تكوين وتدوير المحافظ المالية لصناديق الاستثمار.

(٤) الاهتمام بمدنى العائد والمخاطرة فى تكوين المزيج الأمثل للأوراق المالية المكونة للمحفظة، بالإضافة إلى الاهتمام بتوفير الاستثمارات قصيرة الأجل التى تتميز بالسيولة الكاملة لمواجهة طلبات إسترداد وثائق الصندوق، مع الاهتمام بالتحليل الفنى للأوراق المالية للتعرف على كفاءة السوق بجانب الاهتمام بتطبيق مبادئ المقارنة المرجعية Bench Mark مع مؤشرات السوق.

(٥) إعداد دراسة للتنبؤ بالنجاح أو الفشل للأوراق المالية الأمر الذى سوف يؤثر فى قرارات شركات إدارة صناديق الاستثمار بالاحتفاظ بالورقة المالية أو بيعها.

(٦) توفير جهاز متخصص لإجراء البحوث الميدانية والفنية على الشركات المتداول أوراقها فى سوق الأوراق المالية، مع ضرورة إعطاء مرونة أكبر للقائمين على الإستثمار فى الأوراق المالية عند اتخاذ قرارات البيع والشراء.

مراجع البحث

- (١) دكتور مصطفى رشدي شيحة - اقتصاديات النقود والمصارف والمال - دار المعرفة الجامعية - الإسكندرية - ص ٥٢٦.
- (٢) الهيئة العامة لسوق المال - قانون سوق المال ولائحته التنفيذية.
- (٣) دكتور محمد حلمي عبد التواب - البورصة المصرية والبورصات العالمية - مؤسسة الطوبجي للتجارة والطباعة والنشر - القاهرة ٢٠٠٤ ص ١٥٥ - ١٥٦.
- (٤) حسن محمد حافظ - تقييم السياسات الاستثمارية لصناديق الاستثمار في البنوك المصرية - رسالة ماجستير - كلية التجارة - جامعة عين شمس - عام ٢٠٠٠ ص ٢٣.
- (٥) دكتور خيرى الجزيرى - مقدمة في مجال الاستثمار - مكتبة عين شمس ٢٠٠١ ص ١٩٥.
- (٦) دكتور محمد صالح الحناوى ودكتور جلال إبراهيم العبد - بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق - الدار الجامعية الإسكندرية ٢٠٠٢ ص ٢٠١.
- (٧) دكتور محمد صالح محمد - إدارة الأسواق المالية والبورصات - دار النهضة العربية - ص ٣٨١-٣٨٢.
- (٨) دكتور منير هندي - صناديق الاستثمار - في حومية صغار وكبار المدخرين - منشأة المعارف - الإسكندرية ١٩٩٩ ص ٣٨.
- (٩) دكتور منير هندي - صناديق الاستثمار - مرجع سابق - ص ٤١/٤٠.
- (١٠) دكتور محمد صالح محمد - إدارة الأسواق المالية والبورصات ص ٣٨٤.
- (١١) الهيئة العامة لسوق المال - صناديق الاستثمار المباشر في مصر - مذكرات غير منشورة ص ٢٢-٢٣.
- (١٢) الهيئة العامة لسوق المال - القرار الوزاري رقم ٩٣٥ لسنة ١٩٩٦ الذي أضاف نشاط صناديق الاستثمار المباشر إلى الأنشطة التي يمكن للشركات العاملة في الأوراق المالية أن تزاولها.
- (١٣) دكتور هنري توفيق عزام - صناديق الاستثمار وأنواعها وكيفية إدارتها - مجلة المصارف العربية - أغسطس ١٩٩٣.
- (١٤) دكتور محمد صالح الحناوى ودكتور جلال العبد - بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق ص ٢٠١ - ٢٠٣.
- (١٥) الدكتور إيهاب الدسوقي - اقتصاديات كفاءة البورصة، دار النهضة العربية، ٢٠٠٠، ص ١٩ - ٢٠.
- (١٦) أحمد عبد الله سويف - أساليب تقييم قرارات الاستثمار في محفظة الأوراق المالية في البنوك التجارية - رسالة دكتوراه - كلية التجارة جامعة المنوفية ١٩٩١، ص ٢١.
- (١٧) دكتور حسن توفيق - الاستثمار في الأوراق المالية - المنظمة العربية للتنمية الإدارية - القاهرة ١٩٧١ ص ٢٥.
- (١٨) طلعت أسعد عبد الحميد - إدارة البنوك - بدون ناشر - ص ١٠٢ - ١٠٤.
- (١٩) دكتور خيرى الجزيرى - مرجع سابق ص ٢٠٣ - ٤٠٢.
- (٢٠) دكتورة منى قاسم - صناديق الاستثمار للبنوك والمستثمرين - الدار المصرية اللبنانية - مكتبة الأسرة ٢٠٠٠ ص ٨٢.
- (٢١) دكتورة منى قاسم - صناديق الاستثمار للبنوك والمستثمرين ص ٨٣-٨٤.

- (٢٢) دكتور إيهاب الدسوقي - اقتصاديات كفاءة البورصة - دار النهضة العربية ٢٠٠٠ - ص ١٩.
- (٢٣) أحمد السيد النجار، التحرير المالي في الاقتصاد المصري - دراسات إستراتيجية - مركز الدراسات السياسية والإستراتيجية - مؤسسة الأهرام - العدد ٦٩ عام ١٩٩٨ - ص ٢٠.
- (٢٤) دكتورة زينب توفيق السيد عطية - المستثمرين الأجانب في البورصة المصرية - مجلة مصر المعاصرة - العدد ٤٨٢ - إبريل ٢٠٠٦ - ص ٥٠١ - ٥٠٢.
- 25) Henning. C. and others "Financial Markets and the Economy" Prentice - Hall - inc, Englewood Cliffs second Edition - 1978 - P. 7
- 26) Frank. J. Fabozzi - Institutions and Instruments, Capital Markets, Prentice - Hall Modigitians 1992.
- (٢٧) دكتور علاء الدين زهران ودكتور خالد عبد العزيز عطية - مؤشرات سوق الأوراق المالية فني تخلا للقرارات الاستثمارية - معهد للتخطيط اليومي - مذكرة خارجية رقم (١٦١٠) - لقاهرة سبتمبر ٢٠٠٢.
- 28) Manro Mecagin and Maged Shawky "The Egyptian Stok Market - Efficiency Tests and Volatility Effects O IMF - Working Paper No 99/48 April - 1999- P. 17
- (٢٩) دكتور مصطفى النشترتي - تقييم كفاءة البورصة في مصر - بحث منشور في مجلة كلية التجارة وإدارة الأعمال - جامعة حلوان - العدد الأول السنة ٢٠٠٨.

تقييم أثر السياسات الإلزامية على

عوائد ومخاطر صناديق الاستثمار

د. علي سعد محمد داود

مدرس بقسم إدارة الأعمال أكاديمية السادات للعلوم الإدارية

القسم الأول:

مقدمة البحث

١- تمهيد

تمثل صندوق الاستثمار أحد الأوعية الادخارية الهامة والتي تقوم بتجميع رؤوس الأموال بهدف استثمارها في محافظ الاستثمار المختلفة بما يوفر مصادر التمويل للشركات بجانب مجال لتعظيم ثروة الأفراد.

ويبلغ صناديق الاستثمار في مصر حوالي عدد ٤٠ صندوق تقريباً يقوم بإدارتها ما يقرب من ٢٠ مدير للصندوق.

وتتلخص أهم أهداف صناديق الاستثمار على مستوى الاقتصاد القومي وفقاً لما يلي:-

١- تنشيط حركة التعامل ببورصة الأوراق المالية من خلال الاستثمار في أوراق مالية مقيدة بالبورصة.

٢- الاستفادة من الخبرة المحترفة القائمة على إدارة صناديق الاستثمار الأمر الذي ترتب عليه تحقيق المستثمر الفرد لعائد أعلى مما كان يمكن تحقيقه بمعرفته.

٣- تخفيض درجة المخاطرة التي يتعرض لها المستثمر الفرد من خلال التوزيع الكفء لمحفظة الأوراق المالية لصندوق الاستثمار.

٤- تخفيض تكاليف الشراء والبيع للصفقات الكبيرة التي تعقدها صناديق الاستثمار.

كما تتلخص خطوات إدارة الصندوق في التعرف على الهدف من إنشاء الصندوق.

● محددات السياسة الاستثمارية وتتمثل في:-

- مستوى المخاطر المقبول

- النسب التي يتم على أساسها الاحتفاظ بأية أصل مالي في محفظة الصندوق وبالتناسب

مع درجة المخاطر المقبولة.

● التنويع المطلوب في محفظة استثمار الصندوق:

- الحد الأدنى من الأوراق المالية التي يتم الاحتفاظ بها.

- الحد الأقصى لنسبة الاستثمار في كل ورقة مالية

- الحد الأقصى لنسبة الاستثمار في كل قطاع من قطاعات البورصة

- نسبة الحد الأدنى من السيولة بمحفظة استثمارات الصندوق.

- سياسات الاستثمار وتتمثل في:
- دفاعية/ منخفضة أي التحفظ تجاه المخاطر فتركز الاستثمارات في السندات الحكومية وانون الخزانة والودائع المصرفية.
- هجومية أي محاولة تحقيق أرباح رأسمالية نتيجة لتقلبات الأسعار.
- السياسة المتوازنة وهو الجمع بين تحقيق الأرباح وتحقيق مستوى منخفض من المخاطر.

• اختيار الأصول المالية

• قياس وتقييم الأداء

والسياسة الإلزامية التي وردت بالقانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ دوراً محورياً في طريقة تنفيذ خطوات الصندوق وبما يؤثر بالقطع على مستوى كل من العائد والمخاطرة. وفي ذلك الإطار سنقوم باستعراض الأبحاث السابقة في مجال تقييم أداء صناديق الاستثمار خاصة النماذج الكمية المستخدمة وفقاً لما يلي:-

٢- الدراسات السابقة:

١/٢ دراسة سيد طيبي ١٩٩٧ (١)

تقييم تجربة صناديق الاستثمار في مصر (دراسة نظرية وتطبيقية تناولت الدراسة عدداً من الجوانب المتعلقة بتجربة الصناديق سواء من ناحية السياسة الاستثمارية أو إدارة الصناديق وعرضت أهم القضايا المطروقة التي تؤثر بشكل مباشر على نشاط الصناديق. وقد أكدت الدراسة وجود ارتباط بين المبادئ التي تقوم عليها سياسات الصناديق الاستثمارية والمبادئ التي يقوم عليها تكوين محفظة الأوراق المالية. وقد قام الغرض الأساسي للدراسة على أن محفظة الأوراق المالية تكون فعالة إذا لم يوجد أي مزيج من الاستثمارات في الأوراق المالية يحقق عائداً متوقعاً أعلى عند نفس درجة المخاطرة أو عند درجة مخاطرة أقل عند نفس مستوي العائد المتوقع وهذا الغرض يبرر العائد والمخاطر أو ما يطلق عليه المحفظة الكفاء.

وقد أسفرت الدراسة عن النتائج التالية:

١- كبر حجم الأموال المستثمرة في بعض الصناديق في فترات يكون السوق فيها غير مستقر بالنسبة لأسعار الأسهم خاصة عندما تخضع موجودات الصندوق للتقييم لإيجاد سعر سوقي لوحدة الاستثمار خاصة إذا واجه طلباً متزايداً لاسترداد قيمة الوحدات مما يؤثر سلبياً على استقرار السوق.

٢- عدم الاستفادة من تحليل البيانات الاقتصادية حيث يتوقف نجاح إدارة الصندوق على

(١) سيد الطيبي، تقييم تجربة صناديق الاستثمار في مصر "دراسة نظرية وتطبيقية" ندوة صناديق الاستثمار بجامعة الأزهر، ١٩٩٧.

توافر تنبؤات اقتصادية سليمة بحيث تكشف عن أوضاع القطاعات الاقتصادية النامية وتوافر مجموعة من المؤشرات الضرورية للاسترشاد بها في توزيع أموال الصندوق.

٣- عدم الاستفادة من البدائل الاستثمارية المتاحة حيث يتوافر لدى الصناديق في أي وقت مجموعة من البدائل الاستثمارية فإذا ما أحسنت عملية الشراء والبيع في الوقت المناسب حسب تطور أوضاع السوق وبحيث يتم التحويل من أسهم عادية إلى أدوات استثمارية أخرى حسب الظروف فإن ذلك من شأنه أن يحقق أهداف الصندوق.

وقد انتهت الدراسة إلى عدداً من التوصيات:-

١- وجوب مراعاة القدرة الاستيعابية للسوق.

٢- مزيد من الإفصاح ونشر المعلومات.

٣- العمل على توسيع السوق بأدوات مالية جديدة وتعميقه بمتعاملين محتملين وذلك بتحسين نوعية التحليل التي يعتمد عليها المتعاملون بالبورصة لقطف ثمار الفرص الاستثمارية المربحة.

٢/٢- دراسة جيهان حسن محمود ١٩٩٩

تقييم أداء صناديق الاستثمار في سوق المال المصرية تتركز مشكلة هذه الدراسة في كيفية إمكان تنشيط السوق في ظل سوق مالي صاعد له داخل منخفض ومدخرات منخفضة مع ارتفاع درجة المخاطرة.

وقد هدفت الباحثة إلى إيجاد أسلوب أو طريقة تستطيع أن تتغلب على هذه المشكلة بتحقيق ميزتين أساسيتين.

١. الاستفادة من اقتصاديات الحجم الكبير وتقليل تكلفة العمليات بدفع عمولات بيع وشراء منخفضة.

٢. رفع مستوى مهارة الإدارة بما يجعلها قادرة على تحقيق التنويع الجيد والتوازن بين المخاطرة والعائد وقد خلصت الدراسة إلى النتائج التالية:

أ- لا يمكن للصناديق أن تعمل بمعزل عن السوق فهي جزء منه حيث دلت نتائج أداء الصناديق خلال فترة الدراسة على ترابطها بأداء السوق الكلي.

ب- عدم استطاعة مديرو الصناديق إنشاء المحفظة جيدة التنوع بسبب تركيزهم الشديد على أسهم معينة بجانب نقص الأدوات التي تتعامل مع المخاطر.

ج- أن تنشيط التداول في الأسواق الناشئة يتوقف على حجم المعاملات الكبيرة للمؤسسات والتي يؤدي تواجدها إلى رفع الأسعار كما يؤدي انسحابها إلى خفض الأسعار في سوق التداول.

٣/٢- دراسة عبد العاطي لاشين ٢٠٠١ (١)

بناء محفظة أسهم مثلى لصناديق الاستثمار المصرية وتتلخص مشكلة البحث في عدم وضوح أسس إدارة محفظة الأسهم في صناديق الاستثمار المصرية في ظل وجود مجموعة من القيود

(١) عبد العاطي لاشين محمد منسي، بناء محفظة أسهم مثلى لصناديق الاستثمار المصرية، مجلة البحوث

التجارية كلية التجارة - جامعة الزقازيق، المجلد الثالث والعشرون العدد الثاني يوليو ٢٠٠١

القانونية والفنية على الاستثمار في سوق الأسهم فيها وقد يكون انخفاض أداء بعض صناديق الاستثمار المصرية راجع لذلك.

ولذا فقد أهدف الباحث وضع نموذج كمي يساعد مستخذ القرار الاستثماري في الأسهم لدى صناديق الاستثمار المصرية يمكن من الوصول إلى محفظة أسهم مثلي.

وقد اقترح الباحث النموذج التالي:

$$X_j \sum R_i \text{ Max } R_p =$$

Subject to

$$\sum X_j = 1$$

$$\sum B_i X_i = 1$$

$$X_i \geq L$$

$$X_i \geq 0.1 K$$

$$X_i \geq 0.15 C_i$$

حيث R_p يمثل عائد محفظة الأسهم

R_i يمثل عائد السهم

X_i يمثل نسبة الاستثمار في السهم من إجمالي المبلغ المخصصة للاستثمار في محفظة الأسهم لصناديق الاستثمار المصرية.

B_i تمثل معامل انحدار عائد الورقة مع السوق

L يمثل نسبة الاستثمار كقيد داخلي في الصندوق.

K يمثل رأس المالي المصدر للصندوق ويفترض أنه واحد صحيح أيضاً.

C_i يمثل عدد الأسهم المصدر للشركة مصدره الأسهم

وقد خلص الباحث للنتائج التالية:-

١- يمكن الاعتماد على أسلوب، البرمجة الخطية لبناء محفظة أسهم مثلي في السوق المصري حيث تمكن الباحث من الوصول إلى نتائج ذات دلالة منطقية حيث أمكن التوصل إلى محفظة تحقق قيمة عائد أعلى من الطرق التقليدية المتبعة.

٢- غالبية الأسهم المنتقاء في الصناديق المصرية مغالي في تسعيرها مما يدل على انخفاض كفاءة عملية الانتقاء والتي تولد عنها مشكلة أخرى تؤثر سلباً على كفاءة السوق باعتبار أن صندوق الاستثمار قائد محترف يتبع خطواته بقية المستثمرين (سوق القطيع).

٤/٢- دراسة حسن إسماعيل فارس ٢٠٠٢

نموذج لتقييم الأداء الاستثماري لصناديق الاستثمار بالتطبيق على البورصة المصرية. ويهدف ذلك البحث إلى إيجاد أسلوب علمي لتقييم أداء صناديق الاستثمار وكذلك تقييم أداء مدير الاستثمار وقد اعتمد الباحث على ثلاث محاور.

أ- معدل العائد اليومي المرجع بالزمن.

ب- مؤشر البورصة المصرية كمؤشر مرجعي.

ج- مقياس المخاطر باستخدام الانحراف المعياري.

وقد أثبتت نتائج الدراسة بشأن تطوير نموذج علمي لتقييم الأداء الاستثماري لصناديق الاستثمار يتغلب على أوجه القصور التي تعاني منها النماذج الحالية لتقييم الأداء الاستثماري كالآتي:-

١- معدل العائد الفعلي اليومي المرجع بالزمن بدلاً من معدل العائد على الاستثمار والذي

يتميز بالدقة نظراً لاعتماده على التدفقات النقدية الداخلة والخارجة وفقاً لزمان حدوثها.
 ٢- استخدام مؤشر البورصة كمؤشر مرجعي بدلاً من معدل العائد على أدون الخزانة.
 ٣- الانحراف المعياري كمقياس المخاطر الكلية حيث أنه أفضل من بيتا من حيث أنه يتبين المخاطر الكلية بدلاً من المخاطر المنتظمة فقط.

٥/٢- دراسة هشام المليجي ٢٠٠٢ (١)

القياس المحاسبي القيمة المعرضة للخطر صناديق الاستثمار المصرية ويدور البحث حول دور القيمة المعرضة للخطر في قياس المخاطر السوقية التي تتعرض لها صناديق الاستثمار المفتوحة العاملة في مصر وما هو النموذج المحاسبي الكمي الذي يمكن استخدامه في قياس القيمة المعرضة للخطر في تلك الصناديق والمفاضلة بينهما.

وقد أرجع الباحث المخاطر السوقية التي يمكن أن تتعرض لها صناديق الاستثمار إلى:-

١- خطر السوق دلتا

ويستخدم خطر السوق دلتا في حساب التغير في قيمة الأصل الناتج عن التغيرات في سعر الأصل المالي ويحسب على النحو التالي:-

دلتا= التغير في قيمة المحفظة / التغيرات في سعر الأصل المالي.

٢- خطر السوق جاما الأصل المالي ويستخدم في حساب التغير في قيمة دلتا.

جاما= التغير في دلتا / التغيرات في سعر الأصل المالي.

٣- خطر السوق فيما يستخدم في حساب التغير في قيمة الأصل الناتج عن التغيرات في مقابلات سعر الأصل المالي ويحسب على النحو التالي:

فيجا= التغير في قيمة المحفظة / التغيرات في الانحراف المعياري للعوائد

وقد اقترح الباحث النموذج التالي لقياس القيمة المعرضة للخطر.

القيمة المعرضة للخطر = $Y(1-\alpha)$ ع (Δ) م

حيث $Y(1-\alpha)$ هي قيمة Y عند الدليل $(1-\alpha)$ وهي ١,٦٥ عند مستوى ثقة ٩٥%.

ع (Δ) م هي تباين عوائد المحفظة على أساس التغيرات كما خلص الباحث إلى الآتي:

١- عدم صحة الفرض الأول "لا توجد اختلافات جوهرية بين أساليب قياس المخاطر السوقية وأسلوب القيمة المعرضة للخطر.

٢- عدم صحة الفرض الثاني حيث وجد اختلافات جوهرية بين القيمة المعرضة للخطر في صناديق الاستثمار المصرية.

٦/٢ دراسة ممدوح عبد العليم سعد ٢٠٠٤ (١)

نموذج إحصائي لتقييم كفاءة الأداء في سوق الأوراق المالية.

وتتخلص إشكالية البحث في المشاكل والمعوقات عن أداء سوق الأوراق المالية دورها الهام بكفاءة وقد أستعرض الباحث تلك المعوقات وفقاً لما يلي:

١- ضيق حجم السوق من حيث انخفاض كل من الأدوات المالية المعرضة أو انخفاض

جانب الطلب.

(١) هشام حسن عواد المليجي، القياس المحاسبي للقيمة المعرفية للخطر صناديق الاستثمار المصرية، المجلة العلمية للبحوث والدراسات التجارية - جامعة حلوان العدد الثالث والرابع ٢٠٠٢.

- ٢- غياب المؤسسات المالية الوسيطة.
 - ٣- تفضيل الحكومة الاعتماد على البنك المركزي والجهاز المصرفي.
 - ٤- ضعف الوعي الاستثماري.
 - ٥- عدم كفاية في إجراءات المحاسبة والمراجعة وفي توفير المعلومات.
 - ٦- العوامل السلبية التي تؤثر على سيولة الأوراق المالية أثناء تداولها من البائعين إلى المشترين.
 - ٧- تعدد الأجهزة التي تشرف على سوق المال.
 - ٨- السياسات النقدية والمالية.
- ويهدف الباحث إلى بناء نموذج إحصائي لدراسة أهم العوامل المؤثرة كفاءة أداء سوق الأوراق المالية المصري.
- وخلص الباحث أنه توجد علاقة جوهرية بين جودة الداء في سوق الأوراق المالية وبين مجموعة المتغيرات السابق.
- ٧/٢- دراسة أحمد شعراوي ٢٠٠٥: (١)
- تقييم أداء المؤسسات المالية غير المصرفية (دراسة تطبيقية على مشاكل قياس كفاءة أداء صناديق الاستثمار)
- وتكمن مشكلة هذه الدراسة في عدم تقييم دور الإدارة المحترفة في تأكيد نجاح المؤسسات المالية غير المصرفية (خاصة صناديق الاستثمار وشركات إدارة وتكوين المحافظ المالية) وكانت أهم نتائج هذه الدراسة:
- ١- أن هناك ارتباط قوي بين بعض الصناديق وبعضها الآخر عائد دوري أو نمو رأسمالي أولاً هذه الصناديق تدار عن طريق نفس شركة الإدارة
 - ٢- تحقيق أربعة صناديق عوائد سالبة في حين حققت الصناديق الأخرى عوائد أقل بكثير من متوسط عائد السوق مما يؤكد عجز أو فشل الإدارة المحترفة.
 - ٣- فيما يخص تقييم أداء إدارة الصناديق باستخدام مؤشرات القيمة الإستراتيجية فقد توصلت الدراسة إلى انخفاض كل من رأس المال السوقي والقيمة الإستراتيجية لمعظم صناديق الاستثمار في مصر كما أوصلت الدراسة بالآتي:
 - أ- تشجيع إنشاء الصناديق المتخصصة في محالات محددة بما يحقق عوائد استثمارية أعلى نسبياً.
 - ب- استخدام بعض النماذج الكمية في تقييم أداء صناديق الاستثمار المصري مع إجراء تقييم دوري لأداء صناديق الاستثمار تحت إشراف الهيئة العامة لسوق المال.
 - ج- الاهتمام بالإفصاح المالي عن نتائج هذه الصناديق وكفاءة إدارتها.
- ٨/٢ دراسة جلال إبراهيم العبد ٢٠٠٦: (٢)

(١) احمد عبد الحليم شعراوي، تقييم اداء المؤسسات المالية غير المصرفية "دراسة تطبيقية على مشاكل قياس تقييم كفاءة اداء صناديق الاستثمار" - رسالة عضوية، اكاديمية السادات للعلوم الادارية ٢٠٠٥.

(٢) جلال ابراهيم العبد، محددات اداء صناديق الاستثمار في المملكة العربية السعودية ، مجلة كلية التجارة للبحوث العلمية، ٢٠٠٤.

محددات أداء صناديق الاستثمار - دراسة تطبيقية على صناديق الاستثمار في المملكة العربية السعودية وقد سعى الباحث إلى تحديد العوامل المحددة لأداء صناديق الاستثمار في سوق المال في المملكة العربية السعودية.

والوصول للهدف وضع المتغيرات التالية بمحددات لأداء الصندوق وفقاً لما يلي:-

- ١- الضوابط الشرعية.
- ٢- عملة الصندوق.
- ٣- الرسوم الإدارية.
- ٤- الرسوم الأخرى.
- ٥- هدف الصندوق.
- ٦- مدير الصندوق.
- ٧- الحد الأدنى للمبلغ المستثمر في الصندوق.
- ٨- نوع الصندوق.

وقد خلصت نتائج الدراسة إلى:-

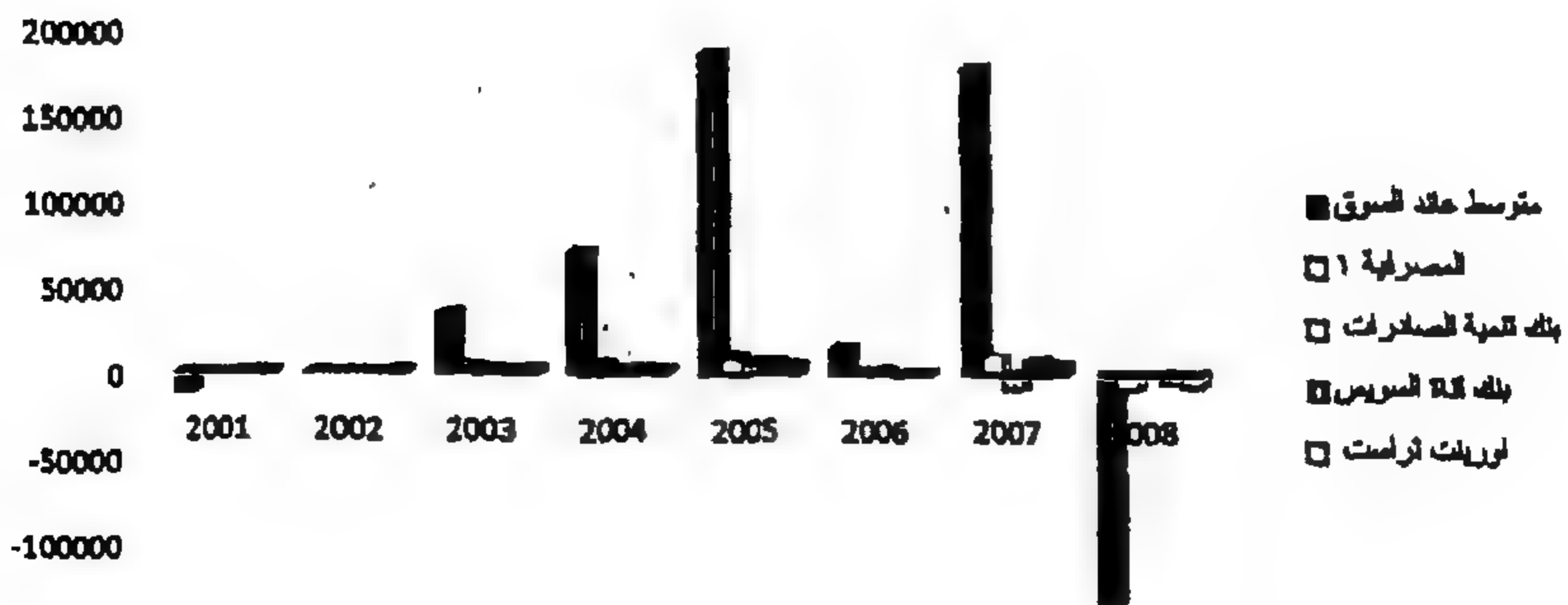
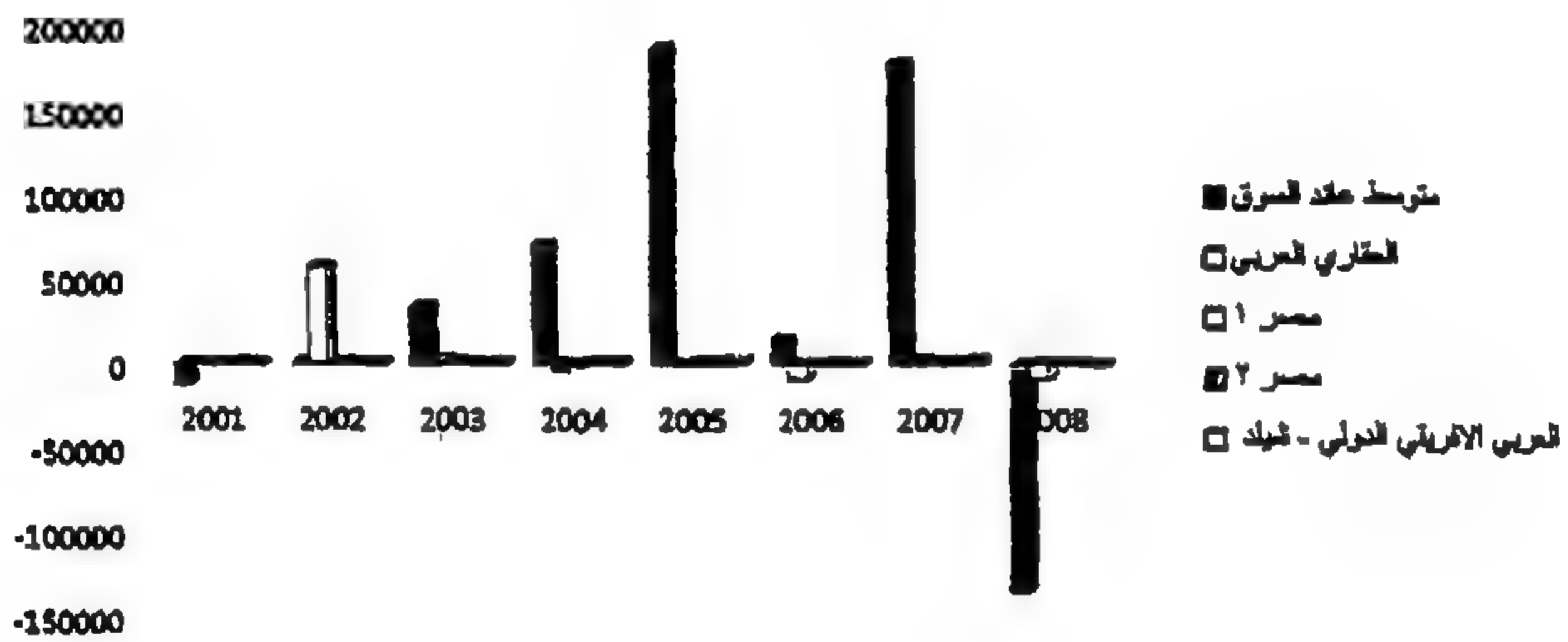
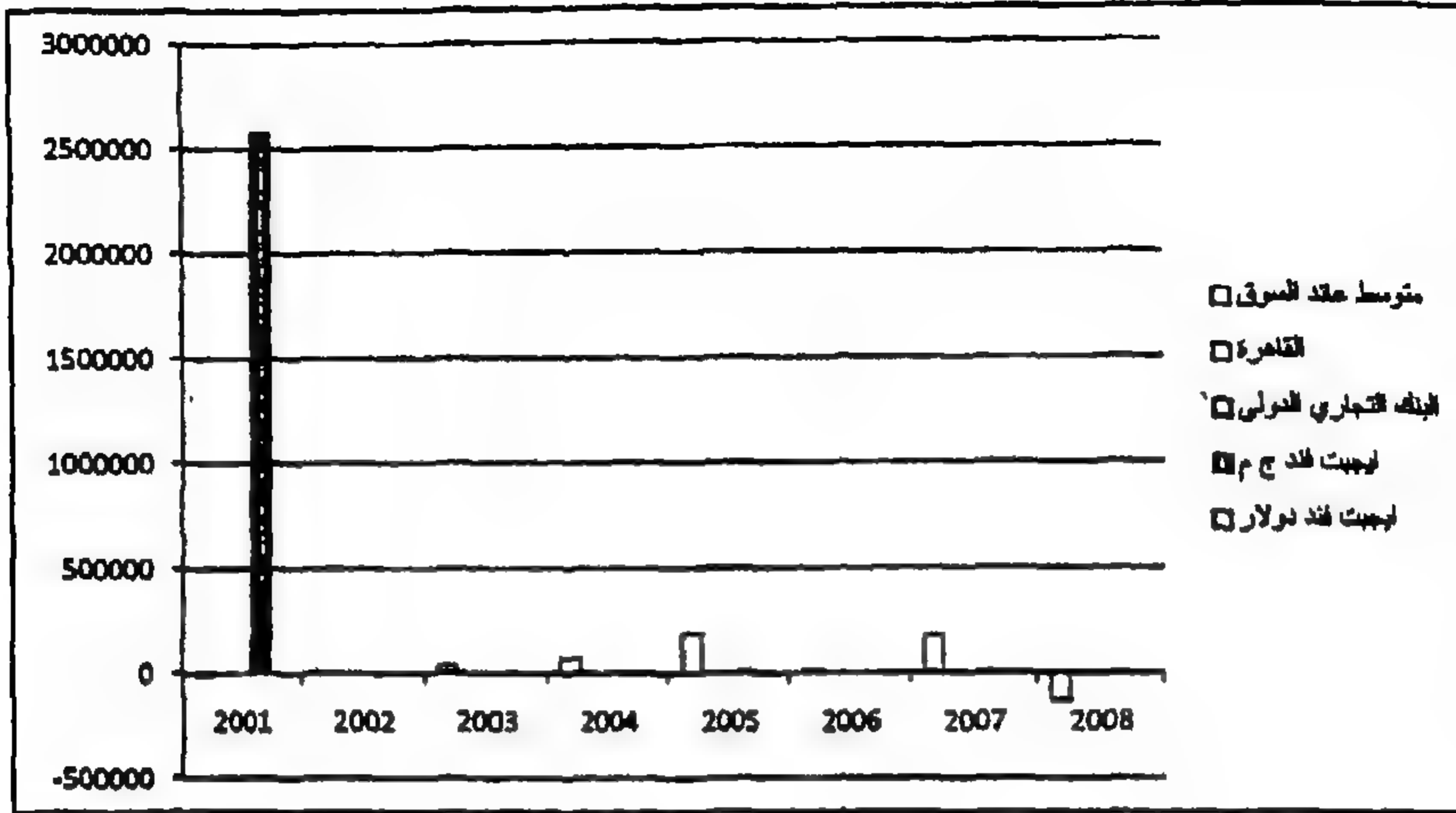
أن أداء صناديق الاستثمار التي تديرها البنوك في المملكة العربية السعودية وجد أن متغير عملة الصندوق يعتبر أكثر المتغيرات تأثيراً في أداء الصناديق، حيث يفسر هذا المتغير نسبة ٧١% على الأقل من أداء صناديق الاستثمارات يلي ذلك متغير هدف الصندوق والذي يفسر نسبة ١٠,٥% من أداء الصناديق ثم يأتي في الترتيب الأخير نوع الصندوق والذي يفسر ٧١% من التغير في الأداء صناديق الاستثمار في المملكة العربية السعودية بينما لم تغلب الضوابط الشرعية للصندوق دوراً في تفسير الاختلاف بين أداء الصناديق وكذا كل من المصاريف الإدارية والمصاريف الأخرى ومدير الصندوق والحد الأدنى للمبالغ المطلوب للاستثمار. في الصندوق.

ومن الدراسات السابقة يمكن استخلاص النتائج التالي:-

١. تدني مستوى العائد لصناديق الاستثمار مقارنة بمتوسط عائد السوق.
 ٢. إهمال التنبؤ بالمتغيرات الاقتصادية مع أنه ثبت أن لها أثر كبير على كل من عوائد ومستوى أداء الصندوق.
 ٣. ضعف استخدام النماذج الكمية لتقدير مستويات المخاطر لمحافظ الأوراق المالية والذي قد يرجع إلى أثر السياسات الإلزامية والتي تحد من مستوى تلك المخاطر.
 ٤. السياسات الإلزامية لها أثر على مستوى كل من مستوى العائد ومستوى الأداء لإدارات صناديق الاستثمار.
 ٥. مستوى الوعي المستثمر المصري لها أثر كبير على مستوى كفاءة سوق الأوراق المالية بما يعظم من سلبيات إدارات صناديق الاستثمار كعنصر قائد في السوق.
 ٦. ضيق مستوى حجم السوق سواء من جانب العرض أو الطلب.
 ٧. الانحراف المعياري يمثل مقياساً للمخاطر الكلية حيث أنه أفضل من بيتاً من حيث أن يمثل المخاطر الكلية بدلاً من المخاطر المنتظمة فقط.
 ٨. هناك مجموعات من المتغيرات الداخلية والخارجية لها آثار على مستوى أداء الصندوق.
- ٣- مشكلة البحث:-

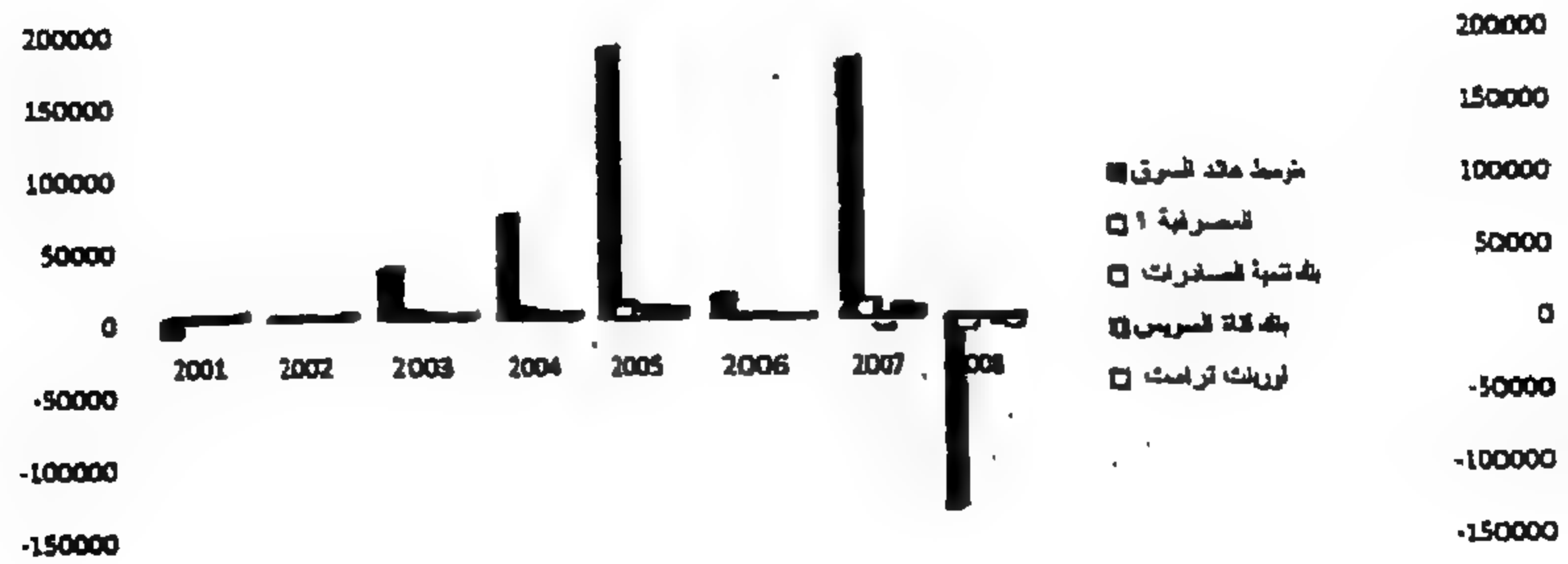
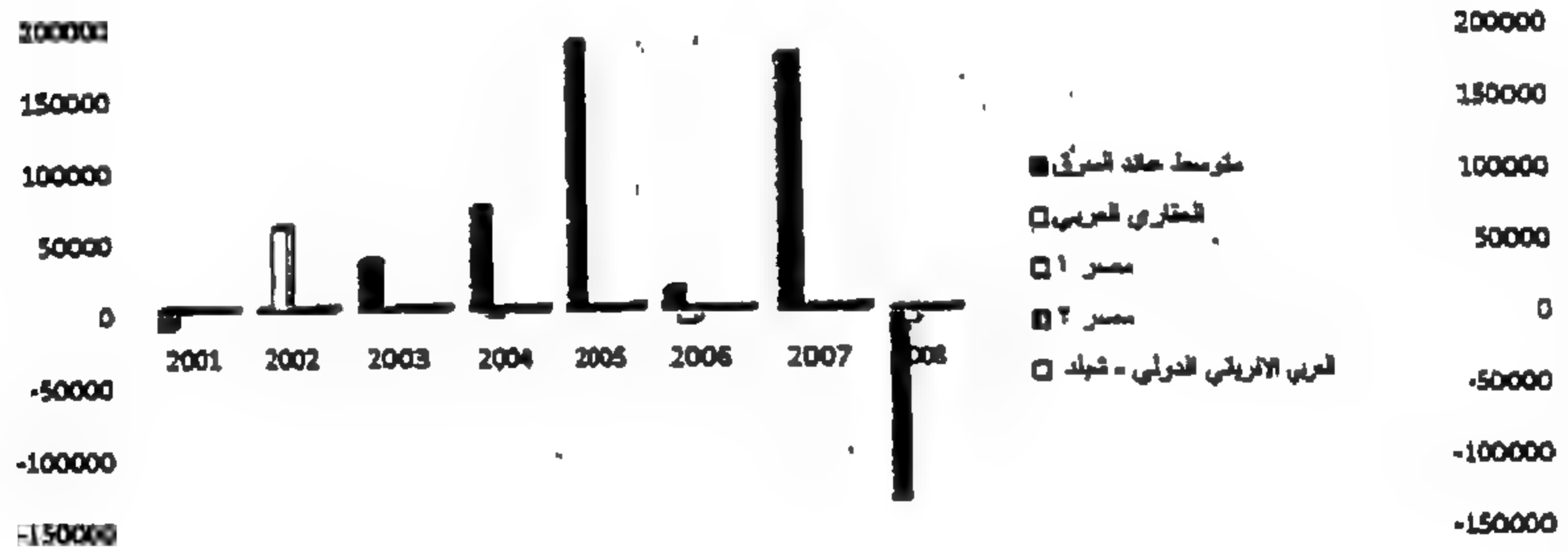
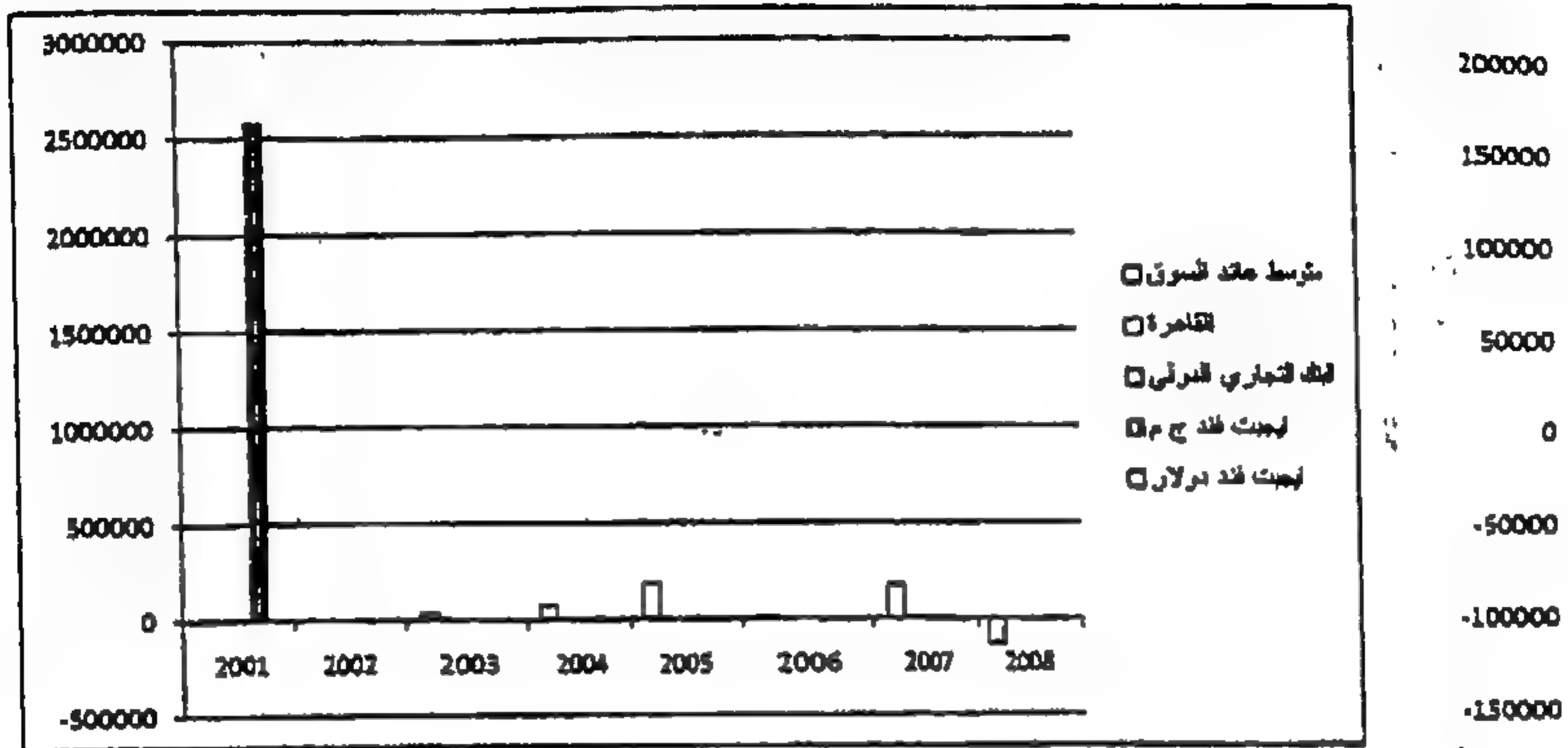
في ضوء الدراسات السابقة واستعراض متوسط عائد صناديق الاستثمار خلال الفترة من ٢٠٠١ حتى ٢٠٠٥ وفقاً لما يلي:

تأثير متوسط عقد السوق بنموذج براند سنجيق الاستثمار



سدر : البيانات المنشورة على الانترنت في البورصة المصرية وتم حساب المتوسط بمعرفه البيانات 9

مقارنة متوسط عقد السوق ومتوسط عوائد صناديق الاستثمار



بر : التبيانات المنشورة على الإنترنت في الفترة المصيرية وتم حسب المتوسط بمعرفة الباحث 10

في ضوء بيانات الجدول السابق نستطيع أن نستنتج:-

١- متوسط عائد السوق هو الأعلى سواء من حيث العائد الايجابي أو السلبي (الخسائر) من كل الصناديق (٣١ صندوق).

٢- انخفاض وارتفاع متوسط عوائد الصندوق مع ارتفاع وانخفاض متوسط عوائد السوق خلال نفس الفترة.

يوضح ويثبت مدى ترابط التغير في متوسطات عوائد الصندوق مع التغير في متوسط عوائد السوق ومن هذه النتيجة نستطيع أن نستنتج أن السياسات الإلزامية الواردة في القانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ الخاصة بالحد الأقصى ١٠% من رأس مال الصندوق في الورقة المالية الواحدة و ١٥% من رأسمال الشركة مصدره الورقة المالية يقيد من حرية توزيع موارد الصناديق على الأوراق المالية المختلفة بما يحد من تلك العوائد.

هذا بجانب أن الباحث قام بمراجعة المذكرات الإيضاحية لحوالي ٢٠ صندوق استثمار مفتوح خلال الفترة من ٢٠٠١ حتى ٢٠٠٧ أتضح منها التزام الصناديق بالقانون من هنا: تتخلص المشكلة في غياب الأدوات القادرة على قياس أثر السياسات الإلزامية على كل من العائد والمخاطرة لصناديق الاستثمار المفتوحة.

. ويمكن استعراض أسباب المشكلة في الآتي:-

١- ضعف مستوى أداء إدارة صناديق الاستثمار.
٢- تطبيق السياسات الإلزامية دون قياس أثرها على كل من العائد والمخاطرة على صناديق الاستثمار.

٣- أن معظم استثمارات الصناديق موجه نحو السوق المحلي.

٤- معظم صناديق الاستثمار تتركز على هدف واحد وهو عائد دوري تراكمي مما يفقد تلك الصناديق كثير من فرص الاستثمار ذات العوائد المرتفعة.

٥- أن بعض إدارات صناديق الاستثمار تدير ما يقرب من ٨ صناديق استثمار مختلفة بما يقلل من فرص تحقيق عوائد مرتفعة لغرض الاستثمار الواعدة.

٤- أهداف البحث:

تتخلص أهداف البحث في هدفين رئيسين:-

أ- إتاحة الأدوات اللازمة لزيادة مرونة قرار توزيع موارد الصندوق بطرق ديناميكية.
ب- وضع إطار مبدئي لقياس أثر أحد السياسات الإلزامية على مستوى كل من العائد والمخاطرة لصناديق الاستثمار.

٥- أهداف البحث:

ترجع أهمية البحث إلى العديد من الأسباب يذكر الباحث منها:-

أ- انخفاض قيمة الوثائق الاستثمار لمعظم صناديق الاستثمار العاملة في مصر خلال فترة الدراسة.

ب- انخفاض معدلات عائد ووثائق الاستثمار لجميع الصناديق في مصر.

ج- الحاجة إلى وجود وسائل بسيطة وسهلة لتقييم مخاطر الصناديق.
د- الحاجة الماسة لإدارات الصندوق إلى وجود أداه تعظم من مرونة متخذ قرارات توزيع الأموال المتاحة للاستثمار بطريقة سهلة.

٦- فروض البحث:

١. هناك علاقة ذو دلالة إحصائية بين متوسط عائد السوق ومتوسط عوائد الصناديق والصناديق بينها وبين البعض.

٢. هناك علاقة ذو دلالة إحصائية بين مخاطر السوق ومخاطر صناديق الاستثمار ومخاطر الصناديق بينها وبين البعض.

٣. هناك علاقة ذو دلالة إحصائية بين مستوى أداء السوق ومستوى أداء صناديق الاستثمار.

٤. هناك علاقة بين مدى التزام صناديق الاستثمار بالسياسات الإلزامية ومستوى عوائد محافظها.

٧- منهج البحث:

أعتمد البحث على المنهجين الاستنباطي والاستقرائي حيث قام باستخدام متوسط قطاعات سوق الأوراق المالية ليمثل الأوراق المالية المتاحة للاستثمار لتعذر الحصول على البيانات التفصيلية لصناديق الاستثمار فيما يخص توزيع الاستثمار على الأوراق المالية وعائد كل ورقة. هذا بجانب إعداد الإطار النظري للدراسة

من خلال مراجعة ما أمكن التوصل إليه من مراجع ودوريات علمية. أما الأسلوب الاستقرائي فقد أستخدم في تحديد ظاهرة المشكلة وعواملها بجانب الدراسة التطبيقية.

٨- نطاق البحث:

أ- سيركز الباحث فقط على بيانات قيمة وثائق الاستثمار الأسبوعية ومؤشرات سوق الأوراق المالية case30 خلال الفترة من ٢٠٠١/١/١ حتى ٢٠٠٨/١٢/٣١.

ب- سيستخدم الباحث كل من نسب التغير في القيم سواء الوثائق أو المؤشر لحساب متوسط العائد للاستثمار في الصندوق.

ج- سيستخدم نموذج لشارب لتقييم الأداء الخاص بصناديق الاستثمار دون الحاجة لبساقى نماذج التقييم نظراً لأن معظم استثمارات الأوراق المالية لصناديق الاستثمار المصرية المفتوحة في الأوراق المالية المحلية.

د- سيستخدم أحد أدوات الطرق الكمية في الإدارة وهى نماذج البرمجة الخطية باستخدام الحاسب الآلي باستخدام برنامج ميكروسوفت أكسل ٢٠٠٧ لاختبار الفرض الرابع.

٩- تنظيم البحث:

ينقسم البحث إلى أربعة أقسام وفقاً للآتي:

القسم الأول: مقدمة البحث.

القسم الثاني: الأنواع والنواحي الفنية لصناديق الاستثمار.

القسم الثالث: السياسات الإلزامية وأساليب تقييم الأداء لصناديق الاستثمار.
القسم الرابع: الدراسة التطبيقية لأثر السياسات الإلزامية على مستويات العائد والمخاطرة
لصناديق الاستثمار
والنتائج والتوصيات.

القسم الثاني

الأنواع والنواحي الفنية لصناديق الاستثمار

أولاً: مفهوم وأنواع صناديق الاستثمار:

صندوق الاستثمار: هو أشبه ما يكون بوعاء مالي ذو عمر محدد تكونه مؤسسة مالية متخصصة وذات دراية وخبرة في مجالات إدارة الاستثمارات وذلك بغرض تجميع مدخرات الأفراد ومن ثم توجيهها للاستثمار في مجالات مختلفة.
كما يمكن تصنيف صناديق الاستثمار لمجموعة من التصنيفات المختلفة وفقاً لأسس مختلفة كما يلي:

أ- وفقاً لغرض المستثمر:

- ١- صناديق النمو: حيث الهدف انشائها الحصول على المكاسب الرأسمالية الناتجة من تقلبات الأسعار في أسعار الأدوات الاستثمارية وغالباً ما تكون أسهم ذات مخاطر مرتفعة.
- ٢- صناديق الدخل: تتجه أهداف هذا النوع من الصناديق الحصول على عائد مستمر ومستقر وبالتالي تتركز استثماراتها في الأسهم الممتازة والسندات.
- ٣- صناديق الدخل: رأس المال: وهي صناديق تجمع بين هدفي المكاسب الرأسمالية والعوائد المستقرة وذلك بالتنويع في استثمارات بين الأوراق المالية مرتفعة المخاطر والعائد والأخرى منخفضة المخاطر وثابتة الدخل.
- ٤- صناديق المؤشرات: وهي صناديق تهدف إلى تحقيق عائد مساوي أو أعلى من متوسط عائد السوق وفقاً للمؤشر المتبع وذلك بتكوين محافظ مالية محاكية لمحفظة السوق.
- ٥- صناديق متخصصة: وهي نوع من الصناديق يتخصص في المتاجرة بالأوراق المالية الصادرة عن شركات صناعية معينة مثل: صناعة النفط أو صناعة الكمبيوتر أو شركات الخدمات.....إلخ.

ب- وفقاً لحركة الأموال:

- ١- الصناديق المغلقة: ويكتسب هذا النوع من الصناديق تسميته من خاصية ثبات رأسماله وذلك بمجرد انتهاء فترة الاكتتاب فيه ، كما لا يجوز للمساهمين بالانسحاب منه إلا عند تصفية الصندوق.
 - ٢- الصناديق المفتوحة: اكتسب تسميته من كونه مفتوح في اتجاهين، أي في اتجاه زيادة رأسماله من جهة واتجاه تخفيض رأسماله من جهة أخرى. ويكون لمدير الصندوق الحق في أن يطرح أسهماً أو حصصاً إضافية، كما أن للمساهم الحق في الانسحاب في أي وقت يراه.
- ##### ج- وفقاً لعنصر الأمان:

١- صناديق الاستثمار ذات رأس امال المضمون:

ويوفر هذا الصندوق ميزة المحافظة على رأس المال بمعنى أن مدير الصندوق يضمن للمساهم عدم المساس برأسماله الأصلي المدفوع في الصندوق متحماً بذلك وحده مخاطر الخسارة التي قد تصيب رأسمال الصندوق مقابل نسبة من العائد المحقق (مثل الفرق بين متوسط عائد السوق ومعدل العائد الخالي من المخاطر).

٢- صندوق الاستثمار غير المضمونة:

ويقصد بها ذلك النوع من الصناديق الذي يكون مستوى المخاطرة بالنسبة للمساهم فيها مطلقاً وبدون حدود. أي أن المساهم فيها ليس معرضاً لخسارة العائد فقط بل يكون الاحتمال قائماً لأن يفقد كل رأسماله أو جزءاً منه.

ثانياً: النواحي الفنية لصناديق الاستثمار:

صناديق الاستثمار هي شركة مساهمة ذات شخصية معنوية لديها مركز رئيسي، ميزانيات سنوية، جمعية عمومية، وينقسم رأسمالها إلى أسهم وتؤسس تلك الشركة بهدف إدارة محفظة أوراق مالية. ويقوم كل صندوق استثمار بتحديد مشتركين رئيسيين لعمليات الصندوق شركة الإدارة وأمين للودائع.

شركة الإدارة: وهدفها إدارة أموال حملة وثائق الاستثمار بما يحقق مصالحهم.
أمين الودائع:

وهو مستقل عن شركة الإدارة ومهمته تنفيذ أوامر الشراء والبيع الصادرة إليه من مدير الاستثمار والاحتفاظ بالأوراق المالية وتنفيذ طلبات الاشتراك والاسترداد كما يقوم بمهمة الرقابة فهو مسئول عن صحة العمليات ومن واجباته رفض تنفيذ العمليات التي يراها مخالفة للواقع أو ميثاق شرف المهنة أو حتى التي تخالف الاتجاهات العامة للصندوق المحددة في كارت التعريف وكذلك هو مسئول عن اجراءات الجرد واعداد الميزانيات السنوية.

• الضمانات الأساسية التي يحققها الصندوق أن عمليات صندوق الاستثمار تنطوي أساساً على إدارة محافظ الأوراق المالية، وهذه العمليات تنطوي بدورها على أربعة ضمانات أساسية يحققها الصندوق يمكن توصيفها في الشكل التالي:

١- الامان: ويعني ذلك إدارة أصول الصندوق لحساب طرف ثالث مع فصل وظائف جهة الايداع عن مدير الاستثمار.

٢- السيولة: وتعني تنفيذ طلبات الاسترداد في أية لحظة وتحقيق اعلى عائد من خلال العمل على مصلحة المكنتبين بالإضافة إلى توفير المعلومات اللازمة للمستثمر عند الاكتتاب مع توفير طول فترة الاستثمار التي تتناسب مع متطلبات المستثمرين من الاستثمار في الصناديق.

٣- الاحتراف في المعرفة التامة بالأسواق والقدرة على الحصول على البيانات والمعلومات اللازمة باستخدام الامكانيات البشرية والمادية اللازمة لتحقيق أهداف الصندوق.

٤- القدرة على الحفاظ على مستويات المخاطر المعقولة في ضوء المستهدف من مستويات العوائد.

كما تعتمد صناديق الاستثمار على نظام تشغيل يتمثل في دورتين أساسيتين وهما:

١- دورة الأصول: وتهدف تلك الدورة إلى تعريف خيارات الإدارة فيما يتعلق باستثمار الأموال في أدوات مالية متنوعة أسهم أو سندات أو الائتين معاً أو الاستثمارات في سوق النقد. ويرتبط بتلك الخيارات تحديد تقسيمات جغرافية للاستثمار وفلسفة أو طراز الإدارة سواء على مستوى النطاق المحلي أو الدولي أو الاثنان معاً.

٢- دورة الخصوم: في هذه الدورة يتم تحديد المهام بالإدارة المالية، الإيداع، الشئون الإدارية، المحاسبية، الشئون القانونية وعمليات التسويق.

١/٢- الإدارة المالية: دور تلك الإدارة هو دور متخذ القرار أي اختيار الأوراق المالية والتوقيت الملائم للشراء أو البيع ويعود لهذا الدور الفضل الأكبر في القيمة المضافة التي تتمثل في ارتفاع قيمة التصفية أو معدل العائد الذي يكاسب.

٢/٢- وظيفة الإيداع وهي المتعلقة بحفظ الأوراق المالية ويكلف بها جهة مستقلة عن شركة الإدارة.

٣/٢- الشئون الإدارية: والمقصود بها إدارة التشغيل الخاص بالصندوق والذي يجب أن يتميز عمله بالسرعة في تنفيذ أوامر مدير الاستثمار ويرتبط ارتباطاً وثيقاً بنظام السداد والتسليم السائد في أسواق المال.

٤/٢- المحاسبة - ومهمتها الحساب اليومي لقيمة التصفية (الأصل المالي/ عدد الأنصبة للأسهم المتداولة) وإعداد الحسابات الختامية.

٥/٢- الشئون القانونية والإدارية: والمنوط لها عمليات إنشاء الصندوق والخطوات التي تتبع ذلك إعداد الملف الخاص بموافقة هيئة سوق المال على إنشاء الصندوق (عقد التأسيس، كارت التعريف بالصندوق وأهدافه)، وتأسيس الجهات القانونية الخاصة بالصندوق (لجنة الإدارة، مجلس الإدارة، الجمعية العمومية).

٦/٢- التسويق والمسئولة عن تكوين شبكات تسويق صندوق الاستثمار والتي عادة تكون في الشكلىن التاليين الأول ويوضح منطق صناديق الاستثمار أو أهجافه الثاني يوضح التقسيمات الخاصة بصندوق الاستثمار بين الجهات المختلفة التي سبق بتناولها والتي تنقسم بدورها طبقاً لدورتي الأصول والخصوم.

والمدخر الذي يدخل أو يخرج من الصندوق المفتوح يجب أن يدفع أو يحصل على سعر يتطابق تماماً مع قيمة الأصل المالي في لحظة الدخول أو الخروج وهو ما يعني تناول أربعة نقاط رئيسية في هذا الصدد.

١- حساب قيمة التصفية:

والتي يمكن حسابها عن طريق المعادلة التالية

ق ص = ق م / ن

ق ص: قيمة السوقية لسهم الصندوق.

ق م: القيمة الصافية محفظة الاستثمار.

ن: عدد الأسهم المتداولة.

ويتم ذلك وفقاً للخطوات التالية:

أ- الأصل الصافي وهو نتيجة لجمع الأرقام التالية:

- القيمة السوقية لمحفظة الأوراق المالية (أسهم، سندات).

- كوبونات مستحقة والتي لم يتم اضافتها للحساب.

- السيولة.

- الأصول المتداولة - الديون - مصاريف الإدارة المستحقة.

ب- عدد الأسهم أو الحصص المتداولة ويتم الحصول عليها بجمع:

- عدد الأوراق المتداولة عند ظهر اليوم السابق.

- ناقصاً عدد الأوراق التي أعيد شراؤها بعد الظهر اليوم السابق وصباح اليوم.

- مضافاً إليها عدد الأوراق المكتتب فيها بعد ظهر اليوم السابق وخلال الفترة الصباحية.

ج- القيمة الحسابية للسهم أو الحصة والتي يطلق عليها قيمة التصفية وهي مقسوم قيمة التصفية للأصل على عدد الأسهم أو الحصص المتداولة.

د- سعر الاصدار: يعادل قيمة التصفية مضافاً إليها قيمة حق الدخول وقيمة إعادة الشراء أو السداد تعادل قيمة التصفية مطروحاً منها قيمة حق الخروج.

٢- حق الدخول:

يهدف حق الدخول إلى ان يدفع المساهم الجديد المصاريف الناجمة عن دخول الصندوق والتي ليس من العدل أن يتحملها المساهمين القدامى. وتطبق معظم صناديق الاستثمار هذا المبدأ وقد لا نطالب بحق عند الخروج ويختلف حق الخروج من صندوق لآخر، وطبقاً لطبيعة الصندوق وقد يتراوح بين ١% و ٤,٧٥% ويتكون حق الدخول من عنصرين:-

- الثلث (١% على الأقل) يغطي مصاريف إصدار الأوراق المالية كما يلي:

- مصاريف الدعاية خاصة مصاريف نشر الأسعار بالجرائد.

- مصاريف متنوعة خاصة بحفظ ملفات المساهمين ودفع مصاريف الاحتفاظ بالأوراق

المالية لدى أمين الودائع.

- المصاريف المتعلقة بالاستثمار في البورصة (عمولات، ضرائب....). ويلاحظ أن

عمولة شراء أو بيع الأوراق المالية الأجنبية أكثر ارتفاعاً عن الأوراق المحلية، كما أن عمولة شراء أو بيع أحجام كبيرة من الأوراق المالية.

أما الجزء الباقي من حق الدخول فيمثل عمولة البيع التي تكافئ رأس المال المستثمر بصفة عامة ومكافأة البنك الذي يعمل على بيع الصناديق.

٣- السداد المتواصل:

إن المستثمر الفرد المتهم بالاستثمار في صندوق معين يخشى وقوع أمرين:-

- ألا يتمكن من استرداد أمواله في حالة إفلاس أمين الودائع أو حالة انهيار قيمة التصفية

بسبب بيع كثيف في مواجهة طلبات استرداد أو في حالة حدوث انهيار بالبورصة. ويحل تلك

المشكلة فمن المهم فهم الديناميكية التالية: إن حصة معينة من صندوق استثمار يتم سدادها بنفس الطريقة التي يتم بها بيع ورقة مالية بالبورصة وهذه العملية تشتمل على خطوتين:

- يقوم البائع باصدار أمر بيع حصته إلى أمين الودائع إلا أنه كما يسترد أمواله إلا بعد عدة أيام. في هذه الفترة (التي تتراوح من يوم إلى خمسة أيام) تسمح بإعطاء الوقت الكافي لمدير الاستثمار لتحقيق مايلي:

- بيع بعض الأوراق لتحقيق سيولة.

- حساب قيمة التصفية أخذاً في الاعتبار أسعار البورصة يوم اصدار أمر الاسترداد.

- إعلان سعر السداد في مختلف الجشيعات (مع العلم بأن السعر يعرف في اليوم التالي عن طريق الصحف).

- ومن المعروف بأن تأثير قيام الصندوق ببيع الأوراق المالية على أسعار البورصة وعلى قيمة التصفية.

- وهنا ينبثق ثلاثة مواقف تستحق الدراسة:

أ- موقف عادي يتمثل في أن عدد الحصص المكتتب فيها يجاوز عدد الحصص المطلوب استردادها في هذه الحالة لا توجد مشكلة فالأموال المحصلة من القادمين (المكتتبين) تقوم بسداد طلبات الاسترداد مع التأثير فقط على سيولة محفظة الأوراق المالية للصندوق.

ب- طلبات الاسترداد تجاوز طلبات الاكتتاب لمواجهة هذا الموقف فإن الصندوق يستخدم أولاً السيولة المتوافرة لديه والتي تتراوح بين ٣% و ٥% من الأصول الصافية. فإذا لم تكف تلك السيولة على توازن المحفظة وبحيث تبقى قيمة التصفية ثابتة.

ج- في حالة حدوث انهيار بالبورصة فإن اللوائح تسمح بتعليق عملية السداد إذا هبط رأس المال الصندوق عن مبلغ معين.

٤- حساب تسوية العائد:

إن العائد يتم حسابه على أساس نتائج الأعمال ومع هذا فإنه يوزع بعد عدة شهور من تاريخ اقفال الميزانية فيتمكن المساهمين الجدد والسابقين من الحصول على العائد عند توزيعه والعمليات التالية يسمح بإعطاء كل مساهم حصته النسبية في عوائد الصندوق:

أ- يجب التمييز بين نوعين من الأرباح:

- العوائد عن الأوراق المالية الممسوكة بالمحفظة.

- العوائد الناجمة عن إدارة أموال الصندوق بعد استقطاع مصاريف الإدارة. وهذه العوائد يمكن تقسيمها إلى عوائد الأسهم وفوائد الكوبونات المستحقة عن السنوات والفوائد المصرفية المحصلة من الأموال الفائضة المدارة بالبنوك وعلى النقيض، فإن الأرباح الرأسمالية الناجمة عن بيع الأوراق المالية لا يتم توزيعها بل يتم اضافتها إلى محافظ الأوراق المالية للصندوق وتدعيمه وتنميته.

ب- التحميل اليومي للعوائد عن طريق حساب التسويات لكل من قيم التصفية وقيمتي الاصدار والاسترداد كما يلي:

- قيمة التصفية التي هي قيمة الأصل الصافي مقسوماً على عدد الأوراق المالية المتداولة.
- قيمة الأرباح الصافية القابلة للتوزيع حيث يجري أمين الودائع قيود حسابية يومية للعوائد والأرباح المحصلة بعد خصم مصاريف الإدارة المستحقة ويتم قسمة النتائج الصافية على عدد الأوراق المتداولة.

- ناتج الخطوة السابقة يمثل قيمة العائد في اليوم الذي يجري فيه الحساب، أي هو بمثابة (كوبون مؤقت) وهذا يعني أن قيمة التصفية تحتوي على عنصرين قيمة الكوبون المؤقت وقيمة رأس المال.

- وتسمح هذه الحسابات بإعطاء كل فرد نصيبه من الأرباح قليلة التوزيع.
- المستثمر المنسحب من الصندوق والذي من حقه جزء من العائد فإنه يحصل عليه في قيمة التصفية مطروحاً منها نصيبه من مصاريف الإدارة.
المستثمر الجديدة لا يكون له حق في العوائد المحصلة قبل دخوله وكذلك فإنه لا يتحمل أي نصيب في مصاريف الإدارة، إلا أنه يدفع مقدماً دون أن يدرك ذلك مبلغ الكوبون المؤقت.
- العملية المحاسبية لحساب التسويات يمكن تقسيم سعر الإصدار إلى الفروع الأربع التالية:

رأس المال xxx
+ العائد المؤقت xxx
قيمة التصفية xxx
+ حق الدخول (%) xxx
سعر الإصدار xxx

أما العائد المؤقت فيحول لحساب خاص يسمى حساب تسويات العائد.

٥- محاسبة صناديق الاستثمار:

يتم إمساك محاسبة الصندوق بواسطة أمين الودائع ويتم مراجعتها بالطبع عن طريق مراقبي الحسابات.

الميزانية:

أصول ثابتة

أصول متداولة

محفظة الأوراق المالية

- أوراق مالية متداولة بالسوق الرسمي بالتفصيل.
- أوراق مالية غير متداولة بالسوق الرسمي بالتفصيل.
- صناديق استثمار محلية وأجنبية ممسوقة بالمحفظة.
- فوائد مستحقة على السندات.
- اكتتابات بانتظار التخصيص.
- استخدامات أخرى.

- أموال مودعة.
- أموال الديون.
- صافي الأصول (حقوق الملكية) أ.
- نتائج الأعمال القابلة للتوزيع ب.
- رأس المال (أ- ب).
- حساب نتائج الأعمال:
- الإيرادات.
- عن الأسهم.
- عن السندات.
- السيولة.
- مجموع الإيرادات.
- مصاريف الإدارة:
- النتائج الصافية
- رصيد حساب تسويات النتائج.
- نتائج الأعمال القابلة للتوزيع.
- أما الملاحق فتوفر مجموعة من المعلومات تشتمل على:
- القواعد والطرق المحاسبية المستخدمة.
- مكملات المعلومات مثل: العمليات التي تتم في الأسواق الآجلة وأسواق الخيارات، قيم المعلومات المحصلة عن الاشتراكات الجديدة (حق الدخول)، تفاصيل مصاريف الإصدار المتواصل وتفاصيل مصاريف الإدارة.
- تقييم أصول الصندوق خلال السنة المالية.
- قائمة توزيعات نتائج الأعمال.
- تطور أرقام الصندوق خلال الأعوام الأخيرة.
- جرد محفظة الأوراق المالية (كمية الأوراق المالية بكل خط وأسعارها بالبورصة) يوم أقفال السنة المالية.

القسم الثالث

السياسات الاستثمارية والالتزامية وأساليب تقييم الأداء لصناديق الاستثمار

أولاً: سياسات وضوابط صناديق الاستثمار:

نظراً للدور الهام التي تلعبه صناديق الاستثمار في تعبئة المدخرات بغرض الاستثمار في الأوراق المالية بما يزيد من مصادر التمويل المتاحة لمختلف مشروعات الاستثمار المباشر. فالقانون يشترط أن يتخذ صندوق الاستثمار شكل شركة مساهمة برأسمال نقدي وأن تكون أغلبية أعضاء مجلس إدارته من غير المساهمين فيه أو المتعاملين معه أو ممن تربطهم به علاقة أو مصلحة.

كما يجب أن تتضمن نشرات الاكتتاب في وثائق الاستثمار التي تطرحها صناديق الاستثمار للاكتتاب العام البيانات الإضافية التالية:

- ١- السياسات الاستثمارية.
 - ٢- طريقة توزيع الأرباح السنوية وأساليب معاملة الأرباح الرأسمالية.
 - ٣- أسهم الجهة التي تتولى إدارة نشاط الصندوق وملخص واف عن أعمالها السابقة.
 - ٤- طريقة التقييم الدوري لأصول الصندوق وإجراءات استرداد قيمة وثائق الاستثمار.
- كما يجوز للبنوك وشركات التأمين بترخيص من الهيئة بعد موافقة البنك المركزي المصري أو الهيئة العامة للرقابة المالية حسب الأحوال أن تباشر بنفسها نشاط صناديق الاستثمار وتنظم اللائحة التنفيذية إجراءات الترخيص وأحكام وضوابط مباشرة ذلك النشاط وإشراف الهيئة عليها. ويمكن تلخيص السياسات الإلزامية من القانون على صناديق الاستثمار المفتوحة وفقاً للجدول التالي:-

عنصر السياسة	بيان القانون
١- نسبة الاستثمار في الشركة الواحدة أو صندوق الاستثمار	- لا يزيد نسبة ما يستثمر في شراء أوراق مالية لشركة واحدة على ١٠% من أموال الصندوق وبما لا يجوز ١٥% من أوراق تلك الشركة. - لا تزيد نسبة ما يستثمره الصندوق في وثائق الاستثمار التي تصدرها صناديق الاستثمار الأخرى على ١٠% من أمواله وبما لا يجوز ٥% من أموال كل صندوق مستثمر فيه.
٢- نسبة الاحتفاظ بالسيولة وحدود الاقتراض	- يجب على الصندوق الاحتفاظ بنسبة كافية من السيولة لمواجهة طلبات استرداد قيمة وثائق الاستثمار وفقاً لشروط الاسترداد الواردة بنشرات الاكتتاب في هذه الوثائق. - لا يجوز الاقتراض من الغير بما يجاوز ١٠% من قيمة وثائق الاستثمار القائمة على أن يكون القرض قصير الأجل وبموافقة البنك الذي يحتفظ لديه بالأوراق المالية التي تستثمر فيها أموال الصندوق.
٣- إصدار وثائق لحامله	- لا يجوز للصندوق إصدار وثائق استثمار لحاملها إلا وفقاً للشروط والأوضاع التي يحددها مجلس إدارة الهيئة في كل حالة على حدة وبشرط ألا يزيد عدد هذه الوثائق على ٢٥% من مجموع الوثائق المصدرة.
٤- الحد الأقصى والأدنى للاكتتاب	- يحدد النظام الأساسي للصندوق الحد الأقصى للأموال التي يجوز الاكتتاب، وإصدار وثائق استثمار مقابلها بما لا يجاوز عشرة أمثال رأس مال شركة الصندوق المدفوع. - إذا انتهت المدة المحددة للاكتتاب دون الاكتتاب في جميع وثائق الاستثمار التي تم طرحها جاز للصندوق تعديل قيمة الأموال المراد

استثمارها بالاكتفاء بما تم تغطيته من الوثائق بشرط ألا يقل عن ٥٠% من مجموع الوثائق المصدرة، وفي هذه الحالة يجب تغيير جميع مستندات الصندوق بما يتفق مع قيمة الوثائق المكتتب فيها.	
- يسقط ترخيص الصندوق إذا لم يتم تعديله طبقاً للفقرة السابقة أو قل عدد الوثائق التي اكتتب فيها عن ٥٠% وعلى البنك الذي تلقى مبالغ من المكتتبين أن يرد إليهم هذه المبالغ كاملة فور طلبها بما في ذلك مصاريف الاصدار.	
٥- حساب قيمة الأوراق المالية عند اعداد القوائم	- يتم حساب قيمة الأوراق المالية التي تستثمرها صناديق الاستثمار عند اعداد القوائم المالية على أساس القيمة السوقية لها على أن يجنب ٥٠% على الأقل من صافي الزيادة للقيمة السوقية كاحتياطي رأسمالي.
٦- توزيع التصفية	- ويتم توزيع تصفية الصندوق بين مساهمي الشركة وأصحاب وثائق الاستثمار القائمة في تاريخ التصفية بنسبة رأسمال الشركة المدفوع ورصيد حملة الوثائق في ذلك التاريخ.

ثانياً: تقييم أداء صناديق الاستثمار:-

هناك أسلوبين أساسيين لتقييم أداء صناديق الاستثمار هما، الأسلوب الذي يناسب المستثمر العادي والأسلوب المزدوج الذي يناسب المستثمر ذات المعرفة الواسعة بشئون الاستثمار إضافة إلى ملاءمته لبيوت السمرة التي تقدم خدمات استشارية لعملائها وذلك يستلزم توافر بيانات الميزانيات العمومية وقوائم الدخل متضمنة قائمة الأوراق المالية التي استثمرت فيها موارد الصندوق إضافة إلى تصنيف تفصيلي لتلك الأوراق. ويقاس أداء لما يلي:-

١- الأسلوب البسيط:

$$م = (ق١ - ق٢) + ي + د / ق$$

حيث ق قيمة الأصل في بداية الفترة

ق١ قيمة الأصل في نهاية الفترة

(ق١ - ق٢) تمثل الأرباح الرأسمالية غير المحققة والتي تعكس تحسناً في القيمة السوقية

للتشكيلة.

م تمثل معدل العائد على الاستثمار.

ي الأرباح الايرادية.

ر الأرباح الرأسمالية الموزعة.

٢- الأسلوب المزدوج:

يعاب على الأسلوب البسيط في تقييم صناديق الاستثمار تركيزه على العائد دون أن يأخذ

المخاطر في الحسبان دون أن يأخذ المخاطر في الحسبان فقد يحقق صندوق ما عائداً أكبر من

العائد الذي يحققه صندوق آخر غير أن الزيادة في العائد قد لا تكفي للتعويض عن زيادة المخاطر

التي قد ينطوي عليها الاستثمار فيه مقارنة بالصندوق الثاني ولتجنب ذلك العيب فقد اقترحت

بدائل لقياس مستوى أداء صناديق الاستثمار وهذه تأخذ في الحسبان كل من العائد والمخاطر لذا

فقد أطلق عليها الأساليب المزدوجة وفقاً لما يلي:-

١- مقياس شارب:-

قيمة المؤشر = ط - ل / س

حيث

ط تمثل متوسط معدل العائد على الاستثمار

ل تمثل متوسط معدل العائد على الاستثمار الخالي من الخطر

س تمثل الانحراف المعياري لمعدل العائد على الاستثمار

كلما ارتفع الناتج كلما دل ذلك على مستوى أداء أفضل للصندوق.

٢- مقياس ترينو:-

حيث من خلال التنويع الساذج يتم التخلص من المخاطر غير المنتظمة

قيمة المؤشر = ط - ل / تا

حيث تا يمثل معامل بيتا

وبيتا = التغير بين عائد المحفظة وعائد محفظة السوق/ تباين عائد محفظة السوق

التغير عائد المحفظة وعائد السوق = (انحراف عائد المحفظة عن متوسط عائدها ×

انحراف عائد السوق عن متوسط السوق)

٣- نموذج جنسن:-

قدم جنسن نموذجاً لقياس أداء محفظة الأوراق المالية عرف بمعامل ألفا وتقوم فكرة النموذج

على إيجاد الفرق بين متوسط عائد المحفظة ومتوسط العائد الخالي من الخطر ويطلق على هذا

المقدار الإضافي. أما المقدار الثاني فيمثل حاصل ضرب معامل بيتا في علاوة الخطر (وهي

الفرق بين متوسط عائد السوق ومتوسط العائد الخالي من الخطر).

ألفا = (ط - ل) - بيتا (س - ل)

حيث س تمثل متوسط عائد السوق

٤- جوانب أخرى في قياس الأداء:-

أ- المحافظة على مستوى المخاطر: وهو مدى قدرة الإدارة على المحافظة على مستوى

المخاطر التي ينطوي عليها الاستثمار في الصندوق وذلك مقارنة على مستوى المخاطر المحدد

في هدف انشاؤه.

ب- قياس مستوى التنويع: حيث من بين الأسباب المشجعة لشراء أسهم شركات الاستثمار

المتوى العالي من التنويع التي تتم به تشكيلات الأوراق المالية التي تتضمنها (صناديق الاستثمار

ويمكن استخدام الأسلوب البسيط لحساب معدل العائد لكل من الصناديق بالسوق واحد مؤشرات

السوق قم قياس الانحراف المعياري لكلاهما ثم إيجاد قيمة معامل التحديد وكلما كانت النسبة

عالية دل ذلك أن الصناديق درجة عالية من التنويع).

٣- قياس متوسط معدل العائد: وذلك من خلال قياس مدى ملائمة معدل العائد على الاستثمار

الذي يتولد عن الصندوق ويتم ذلك بمقارنة متوسط العائد المتولد عن الصندوق مع متوسط أحد

المؤشرات المناسبة.

٤- قياس التكاليف: هناك نواعن من التكاليف يصاحبان صناديق الاستثمار. النوع الأول

التكاليف المباشرة ويقصد بها أتعاب الإدارة والمصاريف الإدارية وهي تكاليف عادة ما تكون

منشورة أما النوع الثاني فهي تكاليف المعاملات وهي تكاليف غير مباشرة وتنقسم بدورها إلى

تكاليف يمكن قياسها وأخرى يصعب قياسها ويقصد بالتكاليف التي يسهل قياسها عمولة السمسرة

وعادة ما تتوفر عنه بيانات منشورة أما التكاليف التي يصعب قياسها فهي هامش ربح بيع وشراء الأسهم وبالتالي يمكن أن نعدل معادلة العائد الاجمالي للعائد على الاستثمار.

$$م = (ق - ١) ق + ي + ر + ن / ق$$

حيث ن تمثل إجمالي التكاليف على مستوى السهم الواحد في المتوسط

٥- استخدام البرمجة الخطية في انتقاء المحفظة.

عادة يستخدم مديري محافظ الأوراق المالية أساليب البرمجة الخطية في تحديد أفضل توزيع للاستثمارات على مختلف الأوراق المالية المتاحة الاستثمار فيها بما يحقق أعلى العوائد الممكنة مع تخفيض مخاطر الاستثمار إلى أقل حد ممكن في ظل مجموعة من القيود لعل من أهمها:-

- نسبة تنويع/ توزيع الاستثمارات على الأوراق المالية المختلفة.

- حجم الاستثمارات المتاحة.

- معدل العائد المطلوب أو المستهدف.

- درجة جودة الورقة المالية خاصة بالنسبة للسندات.

- مدة الورقة المالية في حالة السندات.

مثال:- بدأ أحد صناديق الاستثمار باستثمارات بلغت ١٠٠٠,٠٠٠ جنيه تهدف إدارة الصندوق أولاً الى تحقيق أقصى ربح ممكن ثم تخفيض مخاطر الاستثمار إلى أقل حد ممكن ثانياً عن طريق تنويع الاستثمارات في أوراق مالية مختلفة وقد قررت الإدارة الاستثمار في مجموعة من السندات وفقاً للجدول التالي:-

السند	معدل العائد الحالي	سنة الاستحقاق	درجة جودة الورقة
أ	٨,٥	٢٠٠٦	ممتازة
ب	٩	٢٠١٥	جيد جداً
ج	١٠	٢٠٠٢	جيد
د	٩,٥	٢٠٠٣	جيد
هـ	٨,٥	٢٠٠٧	ممتاز
و	٩	٢٠١٠	جيد جداً.

ولتحقيق تنويع الاستثمار في مختلف الأوراق المالية بهدف تخفيض مخاطر المحفظة فقد قررت الإدارة عدم استثمار أكثر من ٢٥% من حجم الاستثمارات المتاحة في أي ورقة مالية، هذا بجانب استثمار أكثر من ٥٠% من حجم الاستثمارات المتاحة على الأقل للسندات التي تستحق بعد سنة ٢٠٠٥ وأخيراً لا يتم تخصيص أكثر من ٣٠% من حجم الاستثمارات المتاحة في الأوراق المالية التي تقل درجة جودتها عن جيد جداً.

الخطوة الأولى: تحديد المتغيرات التي تمثل مختلف السندات والتي يمكن أن تكون كالتالي:-

س أ تمثل السند أ

س ب تمثل السند ب

س ج تمثل السند ج

س د تمثل السند د

س هـ تمثل السند هـ

س و تمثل السند و

الخطوة الثانية:-

تحديد دالة الهدف

تعظيم ربحية المحفظة

$$R = 0,085 + 0,09 + 0,1 + 0,095 + 0,085 + 0,09$$

س و.

الخطوة الثالثة:

تمثيل القيود في صورة متباينات وهم عبارة عن تسع متباينات.

$$1 \text{ إلى } 6 - \text{س أ، س ب، س ج، س د، س هـ، س و} > 250,000$$

$$7 - \text{س أ، س ب، س ج، س د، س هـ، س و} = 1000,00$$

$$8 - \text{تحديد السندات التي تستحق بعد سنة 2005 والتي سوف يتم استثمار مبلغ 500,000 على الأقل (1000,000 \times 100/50)}$$

$$\text{س أ + س ب + س هـ + س و} < 500,000 \text{ جنيه}$$

$$9 - \text{تخصيص 30\% على الأكثر حجم الاستثمار المتاح في الأوراق المالية التي تقل درجة جودتها عن جيد جداً (1000,000 \times 100/30) = 300,000.}$$

$$\text{س ج + س د} > 300,000$$

10 - شرط عدم السلبية

$$\text{س أ، س ب، س ج، س د، س هـ، س و} \geq \text{صفر}$$

القسم الرابع

الدراسة التطبيقية لأثر السياسات الإلزامية على مستويات العائد والمخاطرة لصناديق

الاستثمار

أولاً: خطوات تطبيق الدراسة

$$1 - \text{جمع بيانات مؤشرات سوق الأوراق المالية الأسبوعية خلال الفترة من 2001 إلى 2008.}$$

$$2 - \text{جمع بيانات قيم وثائق صناديق الاستثمار لنفس الفترة الزمنية.}$$

$$3 - \text{حساب متوسط عائد السوق في ضوء بيانات مؤشر السوق وفقاً للمعادلة التالية.}$$

$$\text{متوسط العائد للفترة (سنوي) = مج التغير في قيمة المؤشر أسبوعياً}$$

٥٢

$$4 - \text{حساب متوسط العائد على الاستثمار في وثائق الاستثمار بتطبيق نفس المعادلة السابقة}$$

$$\text{متوسط العائد للفترة (سنوي) = مج التغير في قيمة المؤشر أسبوعياً}$$

٥٢

$$5 - \text{حساب معامل الارتباط بين كل من متوسط عائد السوق وصناديق الاستثمار وصناديق}$$

الاستثمار وبعضها البعض وذلك لإثبات الفرض الأول وهو :

هناك علاقة ذو دلالة إحصائية بين متوسط عائد السوق ومتوسط عوائد الصندوق وبعضها البعض.

في ضوء نتائج الجداول السابقة يمكن استنتاج ما يلي :

١/٥- تلاحظ أن هناك علاقة ارتباط قوية جداً تزيد عن ٩٠% بين سوق الأوراق المالية ومعظم صناديق الاستثمار المفتوحة ماعدا كل من صناديق إيجبت فند بالجنيه المصري وصندوق بنك تنمية الصادرات وصندوق العقاري العربي.

٢/٥- بالرجوع للإيضاحات المرفقة بالمركز المالي للصناديق إيجبت فند بالجنيه المصري وصندوق بنك تنمية الصادرات وصندوق العقاري العربي تلاحظ أن نسب الاستثمار في سندات الاسكان والسندات الحكومية وأنون الخزانة تمثل نسب تتراوح بين ٣٥ و ٥٠% من حجم صافي القيمة السوقية لأصول الصندوق.

٣/٥- هناك علاقة ارتباط بين متوسطة وقوية بين صندوق بنك القاهرة وجميع صناديق الاستثمار ماعدا صندوق البنك الأهلي الخامس وصندوق البنك الأهلي الثالث وصندوق البنك الأهلي الوطني المصري وصندوق بنك مصر - العمر وصندوق بنك تنمية الصادرات وصندوق العقاري العربي.

٤/٥- هناك علاقة ارتباط كاملة بني صندوق البنك التجاري الدولي وجميع الصناديق ماعدا صندوق بنك تنمية الصادرات.

٥/٥- لا يوجد علاقة ارتباط بين صندوق إيجبت فند جنيه بالمصري وبين كل صناديق الاستثمار ماعدا صناديق صندوق إيجبت عند دولار وصندوق البنك الأهلي الثالث وصندوق بنك فيصل وصندوق بنك مصر الاسلامي وصندوق سنابل وصندوق البنك الأهلي الخامس.

٦/٥- هناك علاقة ارتباط قوية بين كريدي أجريكول ٢ وجميع صناديق الاستثمار ماعدا صندوق مصر - العمر وصندوق العقاري العربي.

٧/٥- هناك علاقة ارتباط قوية بين البنك المصري الخليجي وبين جميع صناديق الاستثمار ماعدا كل من بنك تنمية الصادرات وصندوق العقاري العربي.

٨/٥- هناك علاقة ارتباط قوية بين صندوق بنك الإسكندرية واحد جميع صناديق الاستثمار ماعدا صناديق العقاري العربي وبنك تنمية الصادرات.

٩/٥- هناك علاقة ارتباط قوية بين كريدي أجريكول وجميع صناديق الاستثمار ماعدا صندوق العقاري العربي.

١٠/٥- لا يوجد علاقة ارتباط بين صندوق العقاري العربي وجميع صناديق الاستثمار الأخرى ماعدا صناديق مصر - العمر وصندوق البنك الأهلي الثالث وبنك فيصل وصندوق سنابل.

١١/٥- يوجد علاقة ارتباط قوية بين صندوق مصر الأول وبين صناديق الاستثمار ماعدا

البنك الوطني المصري.

١٢/٥- يوجد علاقة ارتباط متوسط وقوي بين صندوق استثمار مصر الثاني وجميع صناديق الاستثمار ماعدا صندوق بنك تنمية الصادرات.

١٣/٥- يوجد علاقة ارتباط بين صندوق العربي الأفريقي الدولي - شيلد وبين جميع الصناديق ما عدا صناديق بنك تنمية الصادرات والبنك الوطني المصري.

١٤/٥- يوجد علاقة ارتباط بين صندوق مصر إيران وجميع صناديق الاستثمار ماعدا صندوق تنمية الصادرات.

١٥/٥- يوجد علاقة ارتباط قوية بين صندوق البنك الأهلي الأولي وباقي صناديق الاستثمار ماعدا صندوق البنك الوطني المصري.

١٦/٥- مما سبق يتضح أن معظم الصناديق لها علاقة ارتباط قوية أو قوية جداً وبعضها البعض وهذا قد يرجع لضيق حجم العرض في السوق من فرص الاستثمار.

١٧/٥- في ضوء العرض السابق يتضح صحة الفرض الأول.

٦- حساب معامل الارتباط بين مخاطر السوق الأوراق المالية وبين صناديق الاستثمار وبين صناديق الاستثمار وبعضها البعض وذلك لإثبات الفرض الثاني وكان:

هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين مخاطر سوق الأوراق المالية وبين صناديق الاستثمار وبين صناديق الاستثمار وبعضها البعض.

من واقع بيانات الجدول السابق نستنتج ما يلي:

١/٦ - هناك علاقة ارتباط قوية بين مخاطر سوق الأوراق المالية وبين جميع صناديق الاستثمار المفتوحة خلال فترة الدراسة.

٢/٦ - هناك علاقة ارتباط قوية - قوية جداً بين صندوق بنك القاهرة وجميع صناديق الاستثمار ما عدا صندوق مصر - العمر حيث يوجد علاقة ارتباط ضعيفة.

٣/٦ - هناك علاقة ارتباط قوية إيجابية بين صندوق البنك التجاري الدولي وكل صناديق الاستثمار ما عدا علاقة ضعيفة وضعيفة جداً مع صناديق العقاري العربي وأهلي الأول وبنك تنمية الصادرات وعلاقة عكسية مع كل من صناديق مصر الأول والأهلي ٢ الثاني.

٤/٦ - هناك علاقة ارتباط قوية جداً إيجابية وبين صناديق إيجيبت فند جنيه مصري وبين جميع صناديق الاستثمار وعلاقة ارتباط عكسية كاملة مع كل من الأهلي الخامس وصندوق سنابل.

٥/٦ - هناك علاقة ارتباط إيجابية قوية بين صندوق إيجيبت فند دولار وبين جميع صناديق الاستثمار ما عدا صناديق مصر - العمر بنك تنمية الصادرات والأهلي الثاني والعربي الأفريقي الدولي حيث هناك علاقة ارتباط عكسية بين ضعيف ومتوسط.

٦/٦ - هناك علاقة ارتباط إيجابية قوية وقوية جداً بين صندوق كريدي أجريكول الثاني وجميع صناديق الاستثمار.

٧/٦ - هناك علاقة ارتباط إيجابية قوية وقوية جداً بين صندوق البنك المصري الخليجي وبين جميع صناديق الاستثمار.

٨/٦ - هناك علاقة ارتباط إيجابية قوية وقوية جداً بين صندوق كريدي أجريكول الثاني وجميع صناديق الاستثمار ما عدا كل من صندوق العقاري العربي حيث علاقة ارتباط سلبية قوية وعلاقة ارتباط ضعيفة مع صندوق بنك تنمية الصادرات.

٩/٦ - هناك علاقة ارتباط سلبية ضعيفة بين صندوق العقاري العربي ومعظم صناديق الاستثمار وعلاقة ارتباط متوسط إلى قوية إيجابية مع كل من صندوق سنابل وصندوق الأهلي الثالث.

١٠/٦ - هناك علاقة ارتباط إيجابية بين متوسط وقوي جداً بين صندوق استثمار بنك مصر الأول وجميع صناديق الاستثمار المفتوحة ما عدا علاقة ارتباط ضعيفة إيجابية مع كل صندوق بنك التمويل السعودي والبنك الوطني المصري وبنك تنمية الصادرات.

١١/٦ - هناك علاقة ارتباط إيجابية قوية وقوية جداً بين صندوق استثمار بنك مصر الثاني وجميع صناديق الاستثمار ما عدا صندوق بنك تنمية الصادرات حيث علاقة ارتباط إيجابية ضعيفة.

١٢/٦ - هناك علاقة ارتباط إيجابية متوسط وقوية جداً بين صندوق العقاري الأفريقي الدولي وكل صناديق الاستثمار ما عدا علاقة ارتباط إيجابية ضعيفة مع كل من بنك التمويل السعودي والبنك التجاري فيصل ومصر الإسلامي والأهلي الخامس.

١٣/٦- هناك علاقة ارتباط إيجابية بين متوسطة وقوية جداً بين صندوق مصر إيران وجميع صناديق الاستثمار ماعدا صندوق البنك التجاري فيصل ضعيفة والبنك الوطني المصري وبنك التمويل السعودي بعلاقة إيجابية ضعيفة.

١٤/٦- مما سبق عرضه وبطبعة قائمة صناديق الاستثمارات وجهات إدارتها يتضح أن علاقة الارتباط الإيجابية القوية والقوية جداً لمخاطر الصناديق تكون واضحة بين الصناديق تحت نفس جهة الإدارة.

١٥/٦- كما يمكن أن نستنتج من العرض السابق أن تأثير المخاطر المنتظمة للسوق يعد شبه متماثل بين جميع صناديق الاستثمار وبالتالي لا نحتاج إلا إلى معيار واحد أو اثنين على الأكثر لقياس مستوى الأداء للصناديق مما يبرر اعتماد الباحث على تقييم الأداء باستخدام معيار شارب فقط.

٧- يتم حساب مستوى أداء السوق وكذا مستوى أداء صناديق الاستثمار لفترة الدراسة من ٢٠٠١ حتى ٢٠٠٨ وذلك لإثبات الفرضية الثالث وهي:

هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين مستوى أداء السوق ومستوى أداء صناديق الاستثمار.

في ضوء نتائج الجدول السابق نستنتج ما يلي :

١/٧- وجود علاقة ارتباط إيجابية متوسطة إلى قوية جداً بين مستوى أداء السوق وكل صناديق الاستثمار ماعدا كل من صناديق مصر الثاني والمصرفية الأول يمثلان علاقة ارتباط إيجابية ضعيفة بينما تمثل صناديق كل من العربي الأفريقي الدولي والعقاري العربي علاقة ارتباط سلبية ضعيفة.

وهذا يوضح إلى تماثل مستوى أداء الصناديق مع مستوى أداء معظم الصناديق.
مما يثبت صحة الفرض الثالث

٢/٧- كما يشير الرسم البياني جدول قياس مستوى الأداء باستخدام نموذج شارب إلى ضعف مستوى أداء السوق وجميع صناديق الاستثمار خاصة خلال سنة ٢٠٠٨.

٨- وهنا يتم استخدام أسلوب البرمجة الخطية لانتقاء المحفظة باستخدام الحاسب الآلي وذلك لإثبات الفرض الرابع والأخير وهو:

هناك علاقة بين مدى التزام صناديق الاستثمار بالسياسات الإلزامية ومستوى عوائد مخاطرها وإثبات ذلك الفرض سنقوم بأربعة خطوات فرعية وفقاً للاتي:

١/٨- استخراج مؤشرات القطاعات من التقارير السنوية لسنة ٢٠٠٧ لهيئة الرقابة المالية ثم حساب متوسط العائد على مستوى كل قطاع وفقاً للجدول التالي

ثم حساب متوسط العائد لكل قطاع = مج التغير في المؤشر القطاعي عن سنة (٤ أرباع سنة)

٤

وكان متوسط العائد وفقاً للجدول التالي:

- ٢/٨- بفرض أن كل قطاع يمثل ورقة مالية وبتطبيق السياسة الإلزامية أصبح لازماً أن لا يتعدى حجم الاستثمار في كل ورقة مالية ١٠% من حج الأموال المتاحة للاستثمار.
- وبمراجعة العوائد في الجدول السابقة سنفترض أن إدارة الصندوق أقرت السياسات التالية:-
- أ- بغرض أن حجم الأموال المتاحة للاستثمار ٤٠ مليون جنيه.
- ب- الالتزام بالسياسات وفقاً للقانون الخاصة بالاستثمار بحد أقصى ١٠% من حجم أموال الصندوق.
- ج- الاستثمار في الأوراق المالية التي يزيد عائدها عن ٣٠% بـ ٥٠% من حجم الأموال المتاحة للاستثمار.
- د- الاستثمار في الأوراق المالية التي يتراوح عائدها بين ١٥% وأقل من ٣٠% بـ ٣٠% من الأموال المتاحة للاستثمار.
- هـ- الاستثمار في الأوراق المالية التي يقل عائدها عن ١٥% بـ ٢٠% من أموال الصندوق.
- ثم إدخال تلك السياسات على الحاسب وفقاً للاتي:-

نحصل على عائد قدره = ٥٥٩٦٦٤٥

٥٥٩٦١٤٥

ويمثل معدل = $\frac{5596645 - 5596145}{5596145} = 14\%$ تقريباً

٤٠,٠٠٠,٠٠٠

٣/٨ بغرض أنه تم تغيير السياسات اللازمة إلى ٢٠% كحد أقصى للاستثمار في الورقة الواحدة ثم تطبيق نفس الخطوات ٢/٨ نحصل على كما هو موضح في الجدول السابق نحصل على النتيجة التالية:

نحصل على عائد قدره = ٨٠٤٢٥٢٢ جنيه

٨٠٤٢٥٢٢

ويمثل معدل = $\frac{8042522 - 5596145}{5596145} = 20.1\%$ تقريباً

٤٠,٠٠٠,٠٠٠

وبالتالي يتضح أن السياسات الإلزامية قد أثرت سلباً على مستوى عوائد الصندوق الافتراضية مما يثبت صحة الفرض الرابع.

٩- ملخص النتائج والتوصيات:

ملخص النتائج:-

يمكن تخيص النتائج البحث في التالي:

١- هناك علاقة ارتباط قوية بين متوسط عائد صناديق الاستثمار ومعظم متوسط عوائد صناديق الاستثمار وبعضها البعض وهذا يدل على شيئين:-

أ- ضيق حجم المعروض من فرص الاستثمار في الأوراق المالية.

ب- أن معظم الصناديق توجه معظم استثماراتها للسوق المحلي.

٢- هناك علاقة ارتباط قوية بين مخاطر السوق ومخاطر الصناديق الاستثمار ومعظم مخاطر صناديق الاستثمار وبعضها البعض وهذا يدل على ثلاث أشياء:-

أ- أن مجموعة الصناديق الاستثمار التي تدار عن طريق نفس الجهة الإدارة في معظم الأحوال هناك علاقة ارتباط قوية جداً بينها.

ب- أن المخاطر المنتظمة على مستوى السوق متماثل بين معظم صناديق الاستثمار وبالتالي يمكن أن يكتفي بقياس مستوى أداء صناديق الاستثمار بمقياس شارب.

ج- أن السياسات الإلزامية لصناديق الاستثمار أدت إلى تماثل مخاطر تلك الصناديق مع مستوى مخاطر السوق لمعظم الصناديق.

٣- هناك علاقة ارتباط إيجابية قوية بين مستوى أداء سوق الأوراق المالية وأداء صناديق الاستثمار وهذا يعد أحد مؤشرات أثر السياسات الإلزامية على عوائد السوق.

٤- أن السياسات الإلزامية تؤثر سلباً على مستوى عوائد الصناديق المتوقعة.

٢/٩- توصيات البحث:-

١- تطوير نظم المعلومات الداخلية لصناديق الاستثمار بغرض خدمة متخذ قرار توزيع

الأموال المتاحة للاستثمار على الأوراق المالية المختلفة موفراً ما يلي:

أ- معلومات أن أثر بالمتغيرات الاقتصادية المتوقعة على القيم السوقية للأوراق المالية.
ب- قياس أثر الأسواق الأخرى على السوق المصري نظراً لارتباط متوسط عوائد الصناديق بها.

ج- إتاحة معلومات على أثر سيناريو السياسات المختلفة المقترحة للصندوق على مستويات العائد والمخاطرة للصندوق.

وقد بالطبع يستلزم بناء قواعد بيانات وقواعد النمذجة التي تخدم تلك المقاييس.

٢- الارتقاء بمستوي الفني للعاملين على صناديق للاستثمار بالتوجيه نحو الحصول على الشهادات المهنية التي تسعد بشكل فاعل على فهم الطرف العلمية المقترحة من قبل الباحثين وبما يعود بالإيجاب على مستويات العائد والمخاطر لتلك الصناديق.

٣- وضع إطار قانوني لنشر البيانات للباحثين من الجامعات والمعاهد البحثية في إطار تعاقد يحفظ حقوق الأطراف المختلفة وبما يساعد على إيجاد آلية لحل المشاكل التي تواجه صناديق الاستثمار باستخدام أساليب البحث العلمي وبما يعظم منافع كافة الأطراف.

٤- توسيع قاعدة سوق الاستثمار للصناديق الاستثمار المفتوحة عن طريق السماح للصناديق بدخول مجالات استثمارية غير الاستثمار في الأوراق المالية لجذب مزيد من المدخرات وتعويض انخفاض العائد في فترات الهبوط.

٥- تطوير التشريعات الخاصة بإدارة صناديق الاستثمار خاصة فيما يتعلق بعدد الصناديق التي يقوم بإدارتها مدير واحد للاستثمار وكذا الاستثمار في أسواق رأس المال الأجنبية ومن الأبحاث المستقبلية المقترحة.

١- قياس أثر دخول وخروج المستثمرين الأجانب على مستويات العائد والمخاطرة لصناديق الاستثمار.

٢- نموذج مقترح لنظام معلومات متكامل لدعم اتخاذ قرارات الاستثمار للصناديق تحت مختلف الظروف الاقتصادية والسياسات الاجتماعية.

٣- نموذج مقترح للتنبؤ بأثر المتغيرات الخارجية والداخلية على مستويات العائد والمخاطر لصناديق الاستثمار.

٤- أثر الاستثمار في البورصات العالمية على مستويات العائد والمخاطر لصناديق الاستثمار.

٥- دراسة مقارنة لمستوى أداء صناديق الاستثمار بين السوق المصري والعربي والعالمي.

المراجع

أولاً: المراجع العربية:

أ - الكتب:-

١- حسين عطا غنيم، بحوث العمليات، كلية التجارة ، جامعة القاهرة ١٩٩٩.

٢- سونيا البكري، الطرق الكمية في الادارة، كلية التجارة، جامعة الاسكندرية، ١٩٩٧

- ٣- فتحي رزق السوافيري، بحوث العمليات تطبيقات باستخدام الحاسب، كلية التجارة، جامعة الاسكندرية، الدار الجامعية، ٢٠٠٤.
 - ٤- محروس حسن، الاسواق المالية والاستثمارات المالية، كلية التجارة - جامعة عين شمس، ١٩٩٤.
 - ٥- محمد نصالح الحناوي، تحليل وتقييم الاسهم والسندات، كلية التجارة، جامعة الاسكندرية، الدار الجامعية، ٢٠٠٠.
 - ٦- محمد عثمان اسماعيل حميد، اسواق راس المال وبورصة الاوراق المالية ومصادر تمويل مشروعات الاعمال، كلية التجارة جامعة القاهرة، دار النهضة العربية ١٩٩٣.
 - ٧- منير ابراهيم هنيدي، الاوراق المالية واسواق راس المال، كلية التجارة جامعة طنطا، منشأة المعارف بالاسكندرية، ١٩٩٧.
 - ٨- _____، الفكر الحديث في الاستثمار، كلية التجارة - جامعة طنطا، منشأة دار المعارف، ٢٠٠٤.
 - ٩- محمد مطر، ادارة الاستثمارات، مؤسسة الاوراق للنشر والتوزيع - عمان - الاردن - ١٩٩٩
 - ١٠- نبيل محمد مرسى، الاساليب الكمية في الادارة، كلية التجارة - جامعة الاسكندرية، المكتب الجامعي الحديث، ٢٠٠٦
- ب- الدوريات والتقارير:**
- ١- احمد عبد الحليم شعراوي، تقييم اداء المؤسسات المالية غير المصرفية دراسة تطبيقية على مشاكل قياس تقييم كفاءة اداء صناديق الاستثمار - رسالة عضوية، اكااديمية السادات للعلوم الادارية ٢٠٠٥.
 - ٢- السيدة عبد الفتاح عبد السلام اسماعيل، محددات اسعار الاسهم في سوق الاوراق المالية المصرية، المجلة العلمية للتجارة والتمويل - كلية التجارة - جامعة طنطا، المجلد الثاني للعدد الثاني ٢٠٠٥
 - ٣- جلال ابراهيم العبد، محددات اداء صناديق الاستثمار في المملكة العربية السعودية، مجلة كلية التجارة للبحوث العلمية، ٢٠٠٤.
 - ٤- حسن اسماعيل فارس، نموذج لتقييم الاداء الاستثماري بالتطبيق على البورصة المصرية، رسالة زمالة - اكااديمية السادات للعلوم الادارية، ٢٠٠٢.
 - ٥- حسن حسن محمد، معاملات بورصة الاوراق المالية لانعكاس اداء الاقتصاد المصري حقائق وتساؤلات في ضوء مؤشرات اداء شركات الاسمنت، مجلة البحوث الادارية - اكااديمية السادات للعلوم الادارية - العدد الرابع اكتوبر ٢٠٠٦.
 - ٦- رائد عبد الرحمن وهيب، أثر التنويع على الاداء المالي لصناديق الاستثمار المصرية، رسالة ماجستير كلية التجارة - جامعة عين شمس، ٢٠٠٥.
 - ٧- سيد الطيبي، تقييم تجربة صناديق الاستثمار في مصر "دراسة نظرية وتطبيقية" ندوة

صناديق الاستثمار بجامعة الازهر، ١٩٩٧.

٨- عبد العاطي لاشين محمد منسي، بناء محفظة اسهم مثلى لصناديق الاستثمار المصرية، مجلة البحوث التجارية كلية التجارة - جامعة الزقازيق، المجلد الثالث والعشرون العدد الثاني يوليو ٢٠٠١.

٩- عمر عبد الفتاح محمد، تأثير تعاملات المستثمر المؤسسي على مدى كفاءة سوق الاوراق المالية، رسالة ماجستير كلية التجارة جامعة عين شمس ٢٠٠٠

١٠- محمد عيد مصطفى، محددات اداء صناديق الاستثمار المصرية ذات النهاية المفتوحة "دراسة تطبيقية"، المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة، كلية التجارة - جامعة عين شمس ٢٠٠٠ العدد الثاني.

١١- ممدوح عبد العليم سعد، نموذج احصائي لتقييم كفاءة الاداء في سوق الاوراق المالية، الدراسات والبحوث التجارية - كلية التجارة - بنها ، ٢٠٠٤

١٢- هشام حسن عواد المليجي، القياس المحاسبي للقيمة المعرفية للخطر صناديق الاستثمار المصرية، المجلة العلمية للبحوث والدراسات التجارية - جامعة حلوان العدد الثالث والرابع ٢٠٠٢.

١٣- القانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ لهئية سوق المال.

١٤- التقارير السنوية لبورصة الأوراق المالية - جمهورية مصر العربية.

١٥- الحسابات الختامية والإيضاحات المتممة لها من سنة ٢٠٠١ حتى ٢٠٠٧.

١٦- مجموعة من مواقع الأنترنت خاصة بالبورصة المصرية وهيئة سوق المال والبنك المركزي المصري.

ثانياً: المراجع الاجنبية:

Books:

- 1- Charles P. Jones, Investment analysis and management, John Wiley & sons' ltd, 1998.
- 2- Douglas Heath, Janis K. Zaima, Contemporary Investments security and portfolio Analysis, Pryden Pren, 2005.
- 3- Frank K. Reilly and Keith C. brown, investment analysis and portfolio management, Thomson, 2006.
- 4- Frederic S. mishkin and Stanley G. Eakins, financial markets and institution, Pearson Addison Wesley, 2006.
- 5- Louis Esch, Robert Kieffer and Thierry Lopez, Asset and Risk Management, John Wiley & sons, ltd, 2006

ملحق رقم (1)
 بيانات مؤشر لسوق وفاق الأسعار المصرية

2008, 2007, 2006, 2005, 2004, 2003, 2002, 2001, 2000, 1999, 1998, 1997, 1996, 1995, 1994, 1993, 1992, 1991, 1990, 1989, 1988, 1987, 1986, 1985, 1984, 1983, 1982, 1981, 1980, 1979, 1978, 1977, 1976, 1975, 1974, 1973, 1972, 1971, 1970, 1969, 1968, 1967, 1966, 1965, 1964, 1963, 1962, 1961, 1960, 1959, 1958, 1957, 1956, 1955, 1954, 1953, 1952, 1951, 1950, 1949, 1948, 1947, 1946, 1945, 1944, 1943, 1942, 1941, 1940, 1939, 1938, 1937, 1936, 1935, 1934, 1933, 1932, 1931, 1930, 1929, 1928, 1927, 1926, 1925, 1924, 1923, 1922, 1921, 1920, 1919, 1918, 1917, 1916, 1915, 1914, 1913, 1912, 1911, 1910, 1909, 1908, 1907, 1906, 1905, 1904, 1903, 1902, 1901, 1900, 1899, 1898, 1897, 1896, 1895, 1894, 1893, 1892, 1891, 1890, 1889, 1888, 1887, 1886, 1885, 1884, 1883, 1882, 1881, 1880, 1879, 1878, 1877, 1876, 1875, 1874, 1873, 1872, 1871, 1870, 1869, 1868, 1867, 1866, 1865, 1864, 1863, 1862, 1861, 1860, 1859, 1858, 1857, 1856, 1855, 1854, 1853, 1852, 1851, 1850, 1849, 1848, 1847, 1846, 1845, 1844, 1843, 1842, 1841, 1840, 1839, 1838, 1837, 1836, 1835, 1834, 1833, 1832, 1831, 1830, 1829, 1828, 1827, 1826, 1825, 1824, 1823, 1822, 1821, 1820, 1819, 1818, 1817, 1816, 1815, 1814, 1813, 1812, 1811, 1810, 1809, 1808, 1807, 1806, 1805, 1804, 1803, 1802, 1801, 1800, 1799, 1798, 1797, 1796, 1795, 1794, 1793, 1792, 1791, 1790, 1789, 1788, 1787, 1786, 1785, 1784, 1783, 1782, 1781, 1780, 1779, 1778, 1777, 1776, 1775, 1774, 1773, 1772, 1771, 1770, 1769, 1768, 1767, 1766, 1765, 1764, 1763, 1762, 1761, 1760, 1759, 1758, 1757, 1756, 1755, 1754, 1753, 1752, 1751, 1750, 1749, 1748, 1747, 1746, 1745, 1744, 1743, 1742, 1741, 1740, 1739, 1738, 1737, 1736, 1735, 1734, 1733, 1732, 1731, 1730, 1729, 1728, 1727, 1726, 1725, 1724, 1723, 1722, 1721, 1720, 1719, 1718, 1717, 1716, 1715, 1714, 1713, 1712, 1711, 1710, 1709, 1708, 1707, 1706, 1705, 1704, 1703, 1702, 1701, 1700, 1699, 1698, 1697, 1696, 1695, 1694, 1693, 1692, 1691, 1690, 1689, 1688, 1687, 1686, 1685, 1684, 1683, 1682, 1681, 1680, 1679, 1678, 1677, 1676, 1675, 1674, 1673, 1672, 1671, 1670, 1669, 1668, 1667, 1666, 1665, 1664, 1663, 1662, 1661, 1660, 1659, 1658, 1657, 1656, 1655, 1654, 1653, 1652, 1651, 1650, 1649, 1648, 1647, 1646, 1645, 1644, 1643, 1642, 1641, 1640, 1639, 1638, 1637, 1636, 1635, 1634, 1633, 1632, 1631, 1630, 1629, 1628, 1627, 1626, 1625, 1624, 1623, 1622, 1621, 1620, 1619, 1618, 1617, 1616, 1615, 1614, 1613, 1612, 1611, 1610, 1609, 1608, 1607, 1606, 1605, 1604, 1603, 1602, 1601, 1600, 1599, 1598, 1597, 1596, 1595, 1594, 1593, 1592, 1591, 1590, 1589, 1588, 1587, 1586, 1585, 1584, 1583, 1582, 1581, 1580, 1579, 1578, 1577, 1576, 1575, 1574, 1573, 1572, 1571, 1570, 1569, 1568, 1567, 1566, 1565, 1564, 1563, 1562, 1561, 1560, 1559, 1558, 1557, 1556, 1555, 1554, 1553, 1552, 1551, 1550, 1549, 1548, 1547, 1546, 1545, 1544, 1543, 1542, 1541, 1540, 1539, 1538, 1537, 1536, 1535, 1534, 1533, 1532, 1531, 1530, 1529, 1528, 1527, 1526, 1525, 1524, 1523, 1522, 1521, 1520, 1519, 1518, 1517, 1516, 1515, 1514, 1513, 1512, 1511, 1510, 1509, 1508, 1507, 1506, 1505, 1504, 1503, 1502, 1501, 1500, 1499, 1498, 1497, 1496, 1495, 1494, 1493, 1492, 1491, 1490, 1489, 1488, 1487, 1486, 1485, 1484, 1483, 1482, 1481, 1480, 1479, 1478, 1477, 1476, 1475, 1474, 1473, 1472, 1471, 1470, 1469, 1468, 1467, 1466, 1465, 1464, 1463, 1462, 1461, 1460, 1459, 1458, 1457, 1456, 1455, 1454, 1453, 1452, 1451, 1450, 1449, 1448, 1447, 1446, 1445, 1444, 1443, 1442, 1441, 1440, 1439, 1438, 1437, 1436, 1435, 1434, 1433, 1432, 1431, 1430, 1429, 1428, 1427, 1426, 1425, 1424, 1423, 1422, 1421, 1420, 1419, 1418, 1417, 1416, 1415, 1414, 1413, 1412, 1411, 1410, 1409, 1408, 1407, 1406, 1405, 1404, 1403, 1402, 1401, 1400, 1399, 1398, 1397, 1396, 1395, 1394, 1393, 1392, 1391, 1390, 1389, 1388, 1387, 1386, 1385, 1384, 1383, 1382, 1381, 1380, 1379, 1378, 1377, 1376, 1375, 1374, 1373, 1372, 1371, 1370, 1369, 1368, 1367, 1366, 1365, 1364, 1363, 1362, 1361, 1360, 1359, 1358, 1357, 1356, 1355, 1354, 1353, 1352, 1351, 1350, 1349, 1348, 1347, 1346, 1345, 1344, 1343, 1342, 1341, 1340, 1339, 1338, 1337, 1336, 1335, 1334, 1333, 1332, 1331, 1330, 1329, 1328, 1327, 1326, 1325, 1324, 1323, 1322, 1321, 1320, 1319, 1318, 1317, 1316, 1315, 1314, 1313, 1312, 1311, 1310, 1309, 1308, 1307, 1306, 1305, 1304, 1303, 1302, 1301, 1300, 1299, 1298, 1297, 1296, 1295, 1294, 1293, 1292, 1291, 1290, 1289, 1288, 1287, 1286, 1285, 1284, 1283, 1282, 1281, 1280, 1279, 1278, 1277, 1276, 1275, 1274, 1273, 1272, 1271, 1270, 1269, 1268, 1267, 1266, 1265, 1264, 1263, 1262, 1261, 1260, 1259, 1258, 1257, 1256, 1255, 1254, 1253, 1252, 1251, 1250, 1249, 1248, 1247, 1246, 1245, 1244, 1243, 1242, 1241, 1240, 1239, 1238, 1237, 1236, 1235, 1234, 1233, 1232, 1231, 1230, 1229, 1228, 1227, 1226, 1225, 1224, 1223, 1222, 1221, 1220, 1219, 1218, 1217, 1216, 1215, 1214, 1213, 1212, 1211, 1210, 1209, 1208, 1207, 1206, 1205, 1204, 1203, 1202, 1201, 1200, 1199, 1198, 1197, 1196, 1195, 1194, 1193, 1192, 1191, 1190, 1189, 1188, 1187, 1186, 1185, 1184, 1183, 1182, 1181, 1180, 1179, 1178, 1177, 1176, 1175, 1174, 1173, 1172, 1171, 1170, 1169, 1168, 1167, 1166, 1165, 1164, 1163, 1162, 1161, 1160, 1159, 1158, 1157, 1156, 1155, 1154, 1153, 1152, 1151, 1150, 1149, 1148, 1147, 1146, 1145, 1144, 1143, 1142, 1141, 1140, 1139, 1138, 1137, 1136, 1135, 1134, 1133, 1132, 1131, 1130, 1129, 1128, 1127, 1126, 1125, 1124, 1123, 1122, 1121, 1120, 1119, 1118, 1117, 1116, 1115, 1114, 1113, 1112, 1111, 1110, 1109, 1108, 1107, 1106, 1105, 1104, 1103, 1102, 1101, 1100, 1099, 1098, 1097, 1096, 1095, 1094, 1093, 1092, 1091, 1090, 1089, 1088, 1087, 1086, 1085, 1084, 1083, 1082, 1081, 1080, 1079, 1078, 1077, 1076, 1075, 1074, 1073, 1072, 1071, 1070, 1069, 1068, 1067, 1066, 1065, 1064, 1063, 1062, 1061, 1060, 1059, 1058, 1057, 1056, 1055, 1054, 1053, 1052, 1051, 1050, 1049, 1048, 1047, 1046, 1045, 1044, 1043, 1042, 1041, 1040, 1039, 1038, 1037, 1036, 1035, 1034, 1033, 1032, 1031, 1030, 1029, 1028, 1027, 1026, 1025, 1024, 1023, 1022, 1021, 1020, 1019, 1018, 1017, 1016, 1015, 1014, 1013, 1012, 1011, 1010, 1009, 1008, 1007, 1006, 1005, 1004, 1003, 1002, 1001, 1000, 999, 998, 997, 996, 995, 994, 993, 992, 991, 990, 989, 988, 987, 986, 985, 984, 983, 982, 981, 980, 979, 978, 977, 976, 975, 974, 973, 972, 971, 970, 969, 968, 967, 966, 965, 964, 963, 962, 961, 960, 959, 958, 957, 956, 955, 954, 953, 952, 951, 950, 949, 948, 947, 946, 945, 944, 943, 942, 941, 940, 939, 938, 937, 936, 935, 934, 933, 932, 931, 930, 929, 928, 927, 926, 925, 924, 923, 922, 921, 920, 919, 918, 917, 916, 915, 914, 913, 912, 911, 910, 909, 908, 907, 906, 905, 904, 903, 902, 901, 900, 899, 898, 897, 896, 895, 894, 893, 892, 891, 890, 889, 888, 887, 886, 885, 884, 883, 882, 881, 880, 879, 878, 877, 876, 875, 874, 873, 872, 871, 870, 869, 868, 867, 866, 865, 864, 863, 862, 861, 860, 859, 858, 857, 856, 855, 854, 853, 852, 851, 850, 849, 848, 847, 846, 845, 844, 843, 842, 841, 840, 839, 838, 837, 836, 835, 834, 833, 832, 831, 830, 829, 828, 827, 826, 825, 824, 823, 822, 821, 820, 819, 818, 817, 816, 815, 814, 813, 812, 811, 810, 809, 808, 807, 806, 805, 804, 803, 802, 801, 800, 799, 798, 797, 796, 795, 794, 793, 792, 791, 790, 789, 788, 787, 786, 785, 784, 783, 782, 781, 780, 779, 778, 777, 776, 775, 774, 773, 772, 771, 770, 769, 768, 767, 766, 765, 764, 763, 762, 761, 760, 759, 758, 757, 756, 755, 754, 753, 752, 751, 750, 749, 748, 747, 746, 745, 744, 743, 742, 741, 740, 739, 738, 737, 736, 735, 734, 733, 732, 731, 730, 729, 728, 727, 726, 725, 724, 723, 722, 721, 720, 719, 718, 717, 716, 715, 714, 713, 712, 711, 710, 709, 708, 707, 706, 705, 704, 703, 702, 701, 700, 699, 698, 697, 696, 695, 694, 693, 692, 691, 690, 689, 688, 687, 686, 685, 684, 683, 682, 681, 680, 679, 678, 677, 676, 675, 674, 673, 672, 671, 670, 669, 668, 667, 666, 665, 664, 663, 662, 661, 660, 659, 658, 657, 656, 655, 654, 653, 652, 651, 650, 649, 648, 647, 646, 645, 644, 643, 642, 641, 640, 639, 638, 637, 636, 635, 634, 633, 632, 631, 630, 629, 628, 627, 626, 625, 624, 623, 622, 621, 620, 619, 618, 617, 616, 615, 614, 613, 612, 611, 610, 609, 608, 607, 606, 605, 604, 603, 602, 601, 600, 599, 598, 597, 596, 595, 594, 593, 592, 591, 590, 589, 588, 587, 586, 585, 584, 583, 582, 581, 580, 579, 578, 577, 576, 575, 574, 573, 572, 571, 570, 569, 568, 567, 566, 565, 564, 563, 562, 561, 560, 559, 558, 557, 556, 555, 554, 553, 552, 551, 550, 549, 548, 547, 546, 545, 544, 543, 542, 541, 540, 539, 538, 537, 536, 535, 534, 533, 532, 531, 530, 529, 528, 527, 526, 525, 524, 523, 522, 521, 520, 519, 518, 517, 516, 515, 514, 513, 512, 511, 510, 509, 508, 507, 506, 505, 504, 503, 502, 501, 500, 499, 498, 497, 496, 495, 494, 493, 492, 491, 490, 489, 488, 487, 486, 485, 484, 483, 482, 481, 480, 479, 478, 477, 476, 475, 474, 473, 472, 471, 470, 469, 468, 467, 466, 465, 464, 463, 462, 461, 460, 459, 458, 457, 456, 455, 454, 453, 452, 451, 450, 449, 448, 447, 446, 445, 444, 443, 442, 441, 440, 439, 438, 437, 436, 435, 434, 433, 432, 431, 430, 429, 428, 427, 426, 425, 424, 423, 422, 421, 420, 419, 418, 417, 416, 415, 414, 413, 412, 411, 410, 409, 408, 407, 406, 405, 404, 403, 402, 401, 400, 399, 398, 397, 396, 395, 394, 393, 392, 391, 390, 389, 388, 387, 386, 385, 384, 383, 382, 381, 380, 379, 378, 377, 376, 375, 374, 373, 372, 371, 370, 369, 368, 367, 366, 365, 364, 363, 362, 361, 360, 359, 358, 357, 356, 355, 354, 353, 352, 351, 350, 349, 348, 347, 346, 345, 344, 343, 342, 341, 340, 339, 338, 337, 336, 335, 334, 333, 332, 331, 330, 329, 328, 327, 326, 325, 324, 323, 322, 321, 320, 319, 318, 317, 316, 315, 314, 313, 312, 311, 310, 309, 308, 307, 306, 305, 304, 303, 302, 301, 300, 299, 298, 297, 296, 295, 294, 293, 292, 291, 290, 289, 288, 287, 286, 285, 284, 283, 282, 281, 280, 279, 278, 277, 276, 275, 274, 273, 272, 271, 270, 269, 268, 267, 266, 265, 264, 263, 262, 261, 260, 259, 258, 257, 256, 255, 254, 253, 252, 251, 250, 249, 248, 247, 246, 245, 244, 243, 242, 241, 240, 239, 238, 237, 236, 235, 234, 233, 232, 231, 230, 229, 228, 227, 226, 225, 224, 223, 222, 221, 220, 219, 218, 217, 216, 215, 214, 213, 212, 211, 210, 209, 208, 207, 206, 205, 204, 203, 202, 201, 200, 199, 198, 197, 196, 195, 194, 193, 192, 191, 190, 189, 188, 187, 186, 185, 184, 183, 182, 181, 180, 179, 178, 177, 176, 175, 174, 173, 172, 171, 170, 169, 168, 167, 166, 165, 164, 163, 162, 161, 160, 159, 158, 157, 156, 155, 154, 153, 152, 151, 150, 149, 148, 147, 146, 145, 144, 143, 142, 141, 140, 139, 138, 137, 136, 135, 134, 133, 132, 131, 130, 129, 128, 127, 126, 125, 124, 123, 122, 121, 120, 119, 118, 117, 116, 115, 114, 113, 112, 111, 110, 109, 108, 107, 106, 105, 104, 103, 102, 101, 100, 99, 98, 97, 96, 95, 94, 93, 92, 91, 90, 89, 88, 87, 86, 85, 84, 83, 82, 81, 80, 79, 78, 77, 76, 75, 74, 73, 72, 71, 70, 69, 68, 67, 66, 65, 64, 63, 62, 61, 60, 59, 58, 57, 56, 55, 54, 53, 52, 51, 50, 49, 48, 47, 46, 45, 44, 43, 42, 41, 40, 39, 38, 37, 36, 35, 34, 33, 32, 31, 30, 29, 28, 27, 26, 25, 24, 23, 22, 21, 20, 19, 18, 17, 16, 15, 14, 13, 12, 11, 10, 9, 8, 7, 6, 5, 4, 3, 2, 1, 0, -1, -2, -3, -4, -5, -6, -7, -8, -9, -10, -11, -12, -13, -14, -15, -16, -17, -18, -19, -20, -21, -22, -23, -24, -25, -26, -27, -28, -29, -30, -31, -32, -33, -34, -35, -36, -37, -38, -39, -40, -41, -42, -43, -44, -45, -46, -47, -48, -49, -50, -51, -52, -53, -54, -55, -56, -57, -58, -59, -60, -61, -62, -63, -64, -65, -66, -67, -68, -69, -70, -71, -72, -73, -74, -75, -76, -77, -78, -79, -80, -81, -82, -83, -84, -85, -86, -87, -88, -89, -90, -91, -92, -93, -94, -95, -96, -97, -98, -99, -100, -101, -102, -103, -104, -105, -106, -107, -108, -109, -110, -111, -112, -113, -114, -115, -116, -117, -118, -119, -120, -121, -122, -123, -124, -125, -126, -127, -128, -129, -130, -131, -132, -133, -134, -135, -136, -137, -138, -139, -140, -141, -142, -143, -144, -145, -146, -147, -148, -149, -150, -151, -152, -153, -154, -155, -156, -157, -158, -159, -160, -161, -162, -163, -164, -165, -166, -167, -168, -169, -170, -171, -172, -173, -174, -175, -176, -177, -178, -179, -180, -181, -182, -183, -184, -185, -186, -187, -188, -189, -190, -191, -192, -193, -194, -195, -196, -197, -198, -199, -200, -201, -202, -203, -204, -205, -206, -207, -208, -209, -210, -211, -212, -213, -214, -215, -216, -217, -218, -219, -220, -221, -222, -223, -224, -225, -226, -227, -228, -229, -230, -231, -232, -233, -234, -235, -236, -237, -238, -239, -240, -241, -242, -243, -244, -245, -246, -247, -248, -249, -250, -251, -252, -253, -254, -255, -256, -257, -258, -259, -260, -261, -262, -263, -264, -265, -266, -267, -268, -269, -270, -271, -272, -273, -274, -275, -276, -277, -278, -279, -280, -281, -282, -283, -284, -285, -286, -287, -288, -289, -290, -291, -292, -293, -294, -295, -296, -297, -298, -299, -300, -301, -302, -303, -304, -305, -306, -307, -308																
--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--

المصدر : البيانات المنشورة على الانترنت من البورصة المصرية

Microsoft Excel 12.0 Answer Report
Worksheet: [مستثمر.xlsx]Sheet4
Report Created: 4/13/2010 11:32:02 PM

Target Cell (Max)

Cell	Name	Original Value	Final Value
\$N\$78 Totals		0	8042521,562

Adjustable Cells

Cell	Name	Original Value	Final Value
\$B\$79	الخدمات المالية	0	6000000
\$C\$79	البنوك	0	6000000
\$D\$79	التأمين ومواد البناء	0	6000000
\$E\$79	السبلعة والترافيه	0	0
\$F\$79	مقارنات	0	6000000
\$G\$79	خدمات وممتلكات صناعية ومبانيات	0	6000000
\$H\$79	منتجات منزلية وشخصية	0	0
\$I\$79	قطاع الأغذية والمشروبات	0	0
\$J\$79	الكيمائيات	0	0
\$K\$79	موارد أساسية	0	0
\$L\$79	قطاع الاتصالات	0	4000000
\$M\$79	الرحلية المسحية والأنوية	0	6000000
\$N\$79 Totals		0	0

Constraints

Cell	Name	Cell Value	Formula	Status	Slack
\$N\$62 Totals		40000000	\$N\$62<=\$P\$62	Binding	0
\$N\$63 Totals		6000000	\$N\$63<=\$P\$63	Binding	0
\$N\$64 Totals		6000000	\$N\$64<=\$P\$64	Binding	0
\$N\$65 Totals		6000000	\$N\$65<=\$P\$65	Binding	0
\$N\$66 Totals		0	\$N\$66<=\$P\$66	Not Binding	6000000
\$N\$67 Totals		6000000	\$N\$67<=\$P\$67	Binding	0
\$N\$68 Totals		6000000	\$N\$68<=\$P\$68	Binding	0
\$N\$69 Totals		0	\$N\$69<=\$P\$69	Not Binding	6000000
\$N\$70 Totals		0	\$N\$70<=\$P\$70	Not Binding	6000000
\$N\$71 Totals		0	\$N\$71<=\$P\$71	Not Binding	6000000
\$N\$72 Totals		0	\$N\$72<=\$P\$72	Not Binding	6000000
\$N\$73 Totals		4000000	\$N\$73<=\$P\$73	Not Binding	2000000
\$N\$74 Totals		6000000	\$N\$74<=\$P\$74	Binding	0
\$N\$75 Totals		12000000	\$N\$75<=\$P\$75	Not Binding	8000000
\$N\$76 Totals		12000000	\$N\$76<=\$P\$76	Binding	0
\$N\$77 Totals		16000000	\$N\$77<=\$P\$77	Not Binding	64000000

لتفج تطبيق جدول السوابك واستخدام الحاسب الآلي

[illegible]

المصدر: تم التطبيق من طريق Problem Solver في البرنامج بلغة C ورمز 240

تزايد أهمية الحوكمة للإصلاح كأثره للأزمة العالمية

أ.د/ مختار الشريف

أستاذ اقتصاد بمركز بحوث الصحراء

مستشار اتحاد جمعيات التنمية الاقتصادية

مقدمه :

تزايدت أهمية الحوكمة للإصلاح المالى والاقتصادى فى كافة هياكل الشركات والمؤسسات العاملة فى السوق , كنتيجة للأزمة المالية والاقتصادية سواء أثناء حدوث الأزمة أو عند اقتراب نهايتها . وهو ما لوحظ على أجندة مناقشات اجتماعات الدول الثمانية الكبرى وكذلك دول العشرين التى يطلق عليها مجازا دول مجلس إدارة الاقتصاد العالمى . وقد ظهر مصطلح الحوكمة أثناء الأزمة التى عصفت بدول جنوب شرق أسيا فى نهاية القرن الماضى وساد الاعتقاد بأن الأخذ بقواعدها سيضمن الاستقرار فى الاسواق العالمية . الا أنه لم يؤخذ بتلك المبادئ والقواعد فى الدول التى طرحتها على العالم خاصة فى الولايات المتحدة الأمريكية ودول أوروبا او لم تطبق القواعد الرقابية على اعمال الشركات والمؤسسات والبنوك بالقدر الذى يضمن الاستقرار للأسواق فظهرت المشتقات المالية بصور متنوعة وجديدة وتضخمت حتى أصبحت نظرا على النظم المالية والاقتصادية فى الاسواق التى نشأت فيها وانتقلت الى غيرها فى بلدان أخرى . لذلك تجمع كل التوصيات على مختلف المستويات الدولية او الإقليمية او المحلية بقدرة الاخذ بمبادئ وقواعد الحوكمة فى الشركات والمؤسسات والبنوك بضمان الاستقرار والنمو الامن وكسب ثقة الاطراف المتعامله فى الاسواق .

الحوكمة وثبات الإصلاح :

حوكمة الشركات مصطلح جديد فى مصر تم تقديمه فى مركز المديرين المصرى زبالقاهرة الى الاسواق المالية المصرية . ويعرف دليل قواعد ومعايير حوكمة الشركات فى مصر مبادئ الحوكمة بأنها القواعد والنظم والاجراءات التى تحقق أفضل حماية وتوازن بين مصالح مديري الشركات . والمساهمين فيها واصحاب المصالح الاخرى المرتبطة بها ويدخل فى نظام التعريف مفاهيم كالأفصاح واتفاقية والرقابة والمساءلة وتعتمد تلك المفاهيم على مدى تقبل المجتمع لها والتعامل معها وتعتبر المراجعة الارضية المشتركة لتلك المفاهيم .

لجنة المراجعة :

تقوم لجنة المراجعة بدور المسئول عن الحماية والحفاظ على السلامة والمالية للمساهمين ويحدد دليل عمل لجان المراجعة الصادر عن مركز المدير المصرى بصفة محددة من قبل مجلس الادارة بمسئوليته الرقابية على الوجه التالى :

تتمثل الواجبات والمسئوليات الملقاه على عاتق لجان المراجعة فى مراقبة عملية ادارة المخاطر الرئيسية التى يمكن ان تؤثر على اعداد التقارير المالية للشركة ومراقبة علامة نظم الرقابة الداخلية باعداد التقارير المالية والالتزام بالمعايير المحاسبية بالاضافه الى متابعة عمليات المراجعة الداخلية والخارجية .

ويجب الا يقل عدد اعضاء لجنة المراجعة عن ثلاثة أعضاء غير تنفيذيين من اعضاء

مجلس والادارة ان هذا التشكيل قد يختلف بناءً على احتياجات الشركة وحجم المسئوليات المسندة الى اللجنة . ويفضل ان تكون اللجنة كليا من أعضاء غير تنفيذيين والهدف من ذلك هو السماح للجنة المراجعة العمل بكفاءة وحرية وتحقيق مستوى مناسب في التنوع في الخبرات والمعرفة داخل اللجنة ويجب ان يكون الاعضاء لديهم معرفة بالامور المالية . واستقلال الاعضاء أهم عوامل تحقيق فاعلية اللجنة خاصة في مجال التقييم واصدار الاحكام والقرارات الهامة .

ادوات لجان المراجعة :

الاول : مراقبة المخاطر المالية والرقابة الداخلية للشركة :

يجب على لجنة المراجعة مراقبة عملية ادارة المخاطر الرئيسية التي يمكن ان تؤثر على إعداد التقارير المالية للشركة ومراقبة سلامة نظام الرقابة الداخلية المتعلقة بإعداد التقارير المالية والالتزام بالمعايير المحاسبية بالإضافة إلى متابعة عمليات المراجعة الداخلية والخارجية . كذلك يجب على لجنة المراجعة التحقق من وجود نظام رقابة فعال وأن تتحقق من تطبيق نظام الرقابة الداخلية .

الثاني : القيام بمراجعة القوائم المالية المرحلة والسنوية قبل اصدارها :

من أهم مسئوليات لجنة المراجعة هو فهم مسئوليات وتعهدات الإدارة وتقييم مدى ملائمة اختيار الإدارة للمبادئ والسياسات المحاسبية الهامة ، وكذلك قرارات الإدارة والتقديرات المحاسبية المطبقة في إعداد التقارير المالية ، وأيضا إستيعاب المكاتبات والمعلومات التي ترد من المراجعين الخارجيين بشأن المسئوليات السندة إليهم بموجب معايير المحاسبة والمراجعة المصرية ، والتشاور مع كل من الإدارة والمراجعين الخارجيين حول القوائم المالية وتقييم مدى إستيفاء القوائم المالية وأنه تم عرضها بحياديته ، وتقييم ما إذا كانت معايير الإفصاح قد تم إتباعها بوضوح وشفافية ، بجانب مراجعة النشرات الخاصة بالأرباح والقوائم المالية قبل الإصدار .

الثالث : مراقبة عمليات المراجعة الداخلية والخارجية :

يقوم كل من قسم المراجعة الداخلية والمراجع الخارجي بتنفيذ الخطة الشاملة لإجراء المراجعة للشركة ، ويجب على لجنة المراجعة التأكد من ان عمل كل منهما مكمل ومتعم لعمل الآخر في إطار إشراف لجنة المراجعة ، كما يجب على لجنة المراجعة المشاركة في تعيين قسم المراجعة الداخلية وتبعيته الإدارية والتنظيمية وكذلك في اختيار وتقييم المراجع الخارجي .

مشاكل تطبيق المراجعة في مصر :

- ١- وجود عدد كبير من الشركات المصرية العائلية (المغلقة) يؤدي الى صعوبة فصل الأعضاء التنفيذيين وغير التنفيذيين .
- ٢- عدد أعضاء مجلس إدارته صغير نسبيا .
- ٣- غالبية مستخدمي القوائم المالية لا يتفهمون بوضوح دور لجنة المراجعة .
- ٤- إنتشار مفاهيم الثقافة السرية أدى إلى سيادة المناخ السري مما أوجد عدم تقدير لدور الإفصاح والشفافية .

دور المراجعة الداخلية في الحكومة :

يصعب تفعيل مبادئ الحكومه ما لم يتم تدعيم فعاليته واستقلاله كما من لجان المراجعة وانشطة المراجعة الداخلية والخارجية .

فالمراجعة الداخلية هي نشاط منظم ، ومستقل ، وموضوعي يقوم بأعمال التدقيق وتقديم الاستشارات من خلال نظام قوى وفعال بهدف إضافة قيمة وتحسين فعاليته إجراءات كل من إدارة المخاطر والحوكمة . ولاطار الذي يعمل من خلاله هذا النشاط يتمثل في مجموعه من المعايير المهنية واخرى خاصه بالاداء وثالثه خاصه بأخلاقيات وسلوكيات المهنة وهي :

١- الرئيس التنفيذي للمراجعة الداخلية :

هو المسئول الأول عن أنشطة المراجعة الداخلية داخل المنظمة أو المؤسسة ،وقد استحدث السحب بعد عدة سحبات مثل مدير او رئيس ادارة المراجعة .

٢- نشاط المراجعة الداخلية :

يتمثل في الادارة أو القسم أو فريق العمل الذي يقوم بتقديم الخدمات الخاصة بأعمال المراجعة والاستشارات بإستقلاليه وموضوعيه .

٣- استقلالية أنشطة المراجعة الداخلية :

وضع أنشطة المراجعة الداخلية بحيث يتبع الرئيس التنفيذي للمراجعة الداخلية مستوى إداري في الهيكل التنظيمي للمؤسسة يسمح له بأداء وأنجاز مسؤولياته .

٤- ادارة المخاطر :

اجراءات تجديد وتقييم واداء الاحداث التي قد تؤثر على تحقيق المؤسسة لاهدافها ، ووضع نظم الرقابة اللازمة للحصول على تأكيد معقول لتحقيق المؤسسة لأهدافها .

٥- القيمة المضافة :

الفائدة التي تعم على المنظمة وعلى كل المتعاملين معها والمستفيدين منها خلال أعمال المراجعة وتقديم الاستشارات والنصائح وتوصيل النتائج للإدارة والمسؤولين عن التشغيل . دور وأهمية المراجعة الداخلية :

- ١- وضع المبادئ الأساسية لممارسات المراجعة الداخلية والأطار العام لاداء أنشطتها .
 - ٢- وضع الأسس التي يمكن أستخدامها لقياس أداء المراجعة الداخلية ، وكذلك وضع الأسس التي يمكن من خلالها تقييم أداء المراجعين الداخليين .
- المعايير المهنية للمراجعة الداخلية والعاملين بها:

تختص بتوضيح خصائص مهنة المراجعة والعاملين بها وتوضيح الرغض والسلطات والمسؤوليات لأنشطة المراجعة الداخلية فيجب أن تدون رسمياً في لائحة المراجعة الداخلية التي يتم إعتمادها من أعلى سلطة في المنظمة. وتوضح الاستقلالية لأنشطة المراجعة الداخلية والموضوعية لاداء ورأى المراجعين الداخليين وتحديد قبول الادارة العليا لمستوى مخاطر أعلى من المستوى الذي تتحمله المنظمة.

المعايير: وهي الثقافة الاخلاقية والقواعد وتشمل:

الثقافة الاخلاقية : الامانه - النزاهه - السرية الكفاية المهنية.

القواعد:

- أداء العمل بصدق وأمانه واجهتها وتحمل المسؤولية.
- الالتزام والاقدام على أهداف المنظمة.
- تجنب الانشطة والعلاقات التي تؤدي للتعارض مع مصلحة المنظمة.

- المحافظة على سرية المعلومات و عدم استخدامها فى تحقيق مصالح شخصية.
- أداء الاعمال والخدمات طبقاً لمعايير المراجعة الداخلية.
- التحسين المستمر للكفاية المهنية وجودة الاداء.

مدى تطبيق المعايير الدولية للمحاسبة فى مصر:

تأخرت مصر كثيراً عن العالم فى التطبيق الرسمى للمعايير الدولية فى المحاسبة وكانت تطبيق بما يعرف بمعايير المحاسبة المتعارف عليها حتى صدر النظام المحاسبى الموحد ٢٧ ١٩٦٧ إلا أنه كان موجهاً للمحاسبة الحكومية أكثر منه للمحاسبة وفى منتصف الثمانينات وبعد تدفق الاستشارات العربية والاجنبية ووجود التعاون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ الذى ينص فيه على ضرورة إتباع الشركات الخاضعة له للمعايير المحاسبة الدولية عند اعداد قوائمها المالية. وفى عام ٢٠٠١ تبنى الاتحاد الدولى للمحاسبين مشروع تطوير معايير المحاسبة الدولية من أجل مصالح العامة من مستخدمى القوائم المالية وذلك عن طريق إعداد معايير محاسبة عالمية ذات جودة عالية تؤدي إلى المزيد من الشفافية وتقديم معلومات قابلة للمقارنة . وكانت الدوافع الأساسية لهذا المشروع:

- ١- العولمة وانفتاح الاسواق العالمية.
 - ٢- قرار الاتحاد الاوروبى باستخدام معايير المحاسبة الدولية فى جميع دول الاتحاد.
 - ٣- الرغبة فى عمل تقارب بين المعايير لاريكية والمعايير الدولية.
- وقد ظهرت نتائج هذا المشروع بصدر مجموعة من المعايير الدولية فى عام ٢٠٠٤ التى تحتوى على كثير شامل فى المعايير وتم إصدار معايير جديدة تحت إسم المعايير الدولية لاعداد التقارير المالية.
- وبناء عليه تم إصدار نفس مجموعة على الشركات لتى يراجعها الجهاز المركزى للمحاسبات فيما عدا معيارى البنوك والتأمين وتوجد أربعة أختلافات أساسية ظهرت نتيجة للقوانين واللوائح المصرية وهى:

- معيار المحاسبة المصرية رقم ١ عرض القوائم المالية.
- معيار المحاسبة المصرية رقم ١٠ الاصول الثابتة واهلاكها.
- معيار المحاسبة المصرية رقم ١٩ الافصاح بالقوائم المالية للبنوك والمؤسسات المالية المشابهة.
- معيار المحاسبة المصرية رقم ٢٠ القواعد والمعايير المحاسبية المتعلقة بعمليات التأجير التمويلي.

الحكومة والرقابة فى مصر:

عند طرح مفهوم الحكومة فى مصر ظهرت الحاجة إلى إمكانية وكيفية قياس والاستفادة من تجارب الآخرين فى ذلك. وقد إتسع هذا المفهوم يقترب مع المفاهيم البيئية والمسؤولية الاجتماعية لتكوين قواعد من العينة للشركات والمؤسسات العمل بها تعمق وجودها فى السوق العائد الذى تسعى إليه وبالتالي الاستقرار والقواعد المؤوية للنمو المتسارع والمؤكد على المدى المتوسط والطويل:

قياس مؤشر الثقافة:

يوجد عوامل يمكن قياسها بموضوعية لتكون بمثابة أولة يمكن أن تشيد الى حوكمة أفضل

للشركات بالنسبة للعلاقات مع أصحاب المصلحة من المساهمين واطراف التفاعل الاخرين والعامل الاول للقياس ه مدى إفصاح الشركة فيما يخص النواحي البيئية والاجتماعية وحوكمة الشركات والعامل الثانى هو معرفة الالتزام العام للشركة فيما يخص تلك النواحي والاعتراف بهذه المعايير . وهذه العوامل يتم النظر إليها وتقييمها على نحو موضوعى بتحديداتها وتحويل البيانات من الشكل النوعى الى الشكل الكمى:

ويتم ذلك بداية من الإفصاح والشفافية من خلال التقارير السنوية الى تحليل المعلومات المجمعة من وسائل الاعلام والمجتمع المدنى والصادر الحكومة وايضا الاتصال المباشر بإجراء الدراسات الاستقصائية.

ويعتبر قياس الأفصاح والشفافية أكثر الطرق العملية والمفيدة فى تقسيم العوامل النوعية والمعلومات المتباينة . حيث أنه لكل شركة تقرير مستوى وإجراءات خاصة بها فى تقديم التقارير ، كما أنه يؤدي إلى زيادة الضغط على الشركات لعرض أكبر قدر من المعلومات ، وعادة ما يتم القياس من خلال مجموعة من الأسئلة عن حوكمة الشركات فيما يتعلق بحقوق المساهمين وعملية مراجعة الحسابات والمؤشرات المالية والتشغيلية ومجلس الإدارة والمديرين وهيكمل الملكية وأخلاقيات الاعمال التجارية والمنتجات والنواحي البيئية والاجتماعية ، ويعتمد كل ذلك على القطاع الذى تنتمى إليه الشركة وحسب تأثير القطاع على باقى القطاعات سواء كان التأثير منخفضاً أو مرتفعاً .

ويأتى التحليل النوعى من حساب نتائج الإفصاح والشفافية ، ويتم تجميع المعلومات من وسائل الاعلام والمنظمات غير الحكومية ومصادر مستقلة للمعلومات من الوكالات التنظيمية ومصادر خاصة بالشركة مثل المواقع الإلكترونية والسجلات التنظيمية وتقارير المسؤولية الاجتماعية للشركات ، ويتم استخدام تلك المعلومات لتعديل نتائج الإفصاح والشفافية للحصول على النتيجة النهائية .

نماذج للمساعدة فى إعداد المؤشر :

للحصول على مؤشر أكثر شمولية يتم الاستعانة ببعض المبادرات والمشروعات مثل :

١- مبادئ الاستثمار المسئول :

وهى مبادرة تقودها الأمم المتحدة وبدأت عام ٢٠٠٦ لتشجيع المستثمرين فى المؤسسات على تنشيط وتفعيل القضايا البيئية والاجتماعية وحوكمة الشركات فى عملية الاستثمار .

٢- مشروع الإفصاح عن الكربون :

وهى تضم منظمات ومؤسسات ذات ثقل فى رأسمالية السوق من أجل توفير الإفصاح عن المعلومات المتعلقة بالاستثمار فيما يخص المخاطر والفرص التى تواجهها نتيجة لتغير المناخ .

٣- مبادرة تعزيز التحليلات :

وهى تعاون دولى بين مالكي الاصول والمديرين بهدف تشجيع الاستثمار فى البحث المتعلق بتأثير العوامل البيئية والاجتماعية وحوكمة الشركات وغيرها من العوامل غير المالية على الاستثمار طويل الأجل .

٤- ميثاق الأمم المتحدة :

وهو دليل تطوعى لقواعد سلوك الشركات ، تحت رعاية الأمم المتحدة ، والتى قامت بتحديد

عشرة مبادئ متعلقة بحقوق الإنسان والبيئة ومكافحة الفساد .

الوضع في القطاع المالي غير المصرفي :

استمراراً لتعميق مبادئ الحوكمة والرقابة الفعالة واستحداث مزيد من الهياكل للعمل على استقرار الأسواق وضمان سلامة التعاملات ثم إنشاء هيئة الرقابة المالية غير المصرفية ، ويدخل تحت مظلتها أنشطة التأمين وأسواق المال والتمويل العقاري .

وقد أعلنت هيئة الرقابة المالية غير المصرفية عن استراتيجية جديدة لتنظيم عملها من ٢٠١٠ إلى ٢٠٢٠ تتضمن تعديلات واسعة في الإطار الرقابي لجميع الأنشطة المدرجة تحت مظلتها وضمنت تلك التعديلات على أنها ركائز كالاتي :

- ١- إنشاء هيكل تنظيمي جديد للهيئة .
 - ٢- توظيف وتدريب جيل جديد من المراقبين .
 - ٣- تصحيح القواعد والإجراءات بما يضمن رفع كفاءتها .
 - ٤- دعم الالتزام بمتطلبات الإفصاح والحوكمة في الشركات التي تراقبها .
- وترجع أهمية هذه الاستراتيجية إلى اعتمادها على مختلف الجهات ذات الصلة بها وادخلت في الاعتبار برنامج الحكومة ، بجانب أنها رصدت ما وصفته الأسواق الثلاث في الوقت الحالي وعلى رأسها :

- ١- نقص المعلومات .
 - ٢- غياب الرقابة عن بعض الأسواق التمويلية .
 - ٣- إنتشار ثقافة الجز المعزولة في الرقابة .
 - ٤- نقص الكوادر وعدم توافر المعلومات .
- واوضحت الهيئة أن الرسالة الأساسية هي الرقابة والأشراف على الأسواق المالية الغير المصرفية بهدف الحفاظ على سلامتها واستقرارها وكفاءتها وحماية المتعاملين فيها والعمل على تميمتها بما يؤدي إلى سهولة الحصول على تمويل ، أما توسيع السوق فيأتي في مرحلة لاحقة .
- ومن وحي تطورات الأزمة المالية والاقتصادية العالمية التي يرجعها البعض لاندلاعها وتفاقمها إلى الجهات الرقابية في الولايات المتحدة وأوروبا فإن الهيئة تستهدف إنشاء نظام رقابي رشيد قادر على التنبؤ بالأزمات ، وأنها تعمل وتطور من نفسها لتصبح الكيان الرقابي الأفضل إقليمياً لدعم وضع يعد التنافس في الأسواق التي تدخل في مجال مراقبتها وذلك يقوم على معيار أساسي هو حجم ما تحدثه من اثر رقابي يتضح في حماية السوق من أي انهيارات . وان المعيار الأساسي والأصح ليس بالضرورة هو في زيادة عدد الشركات ولكن توافيقها مع الشروط والقواعد الموضوعه هو الأهم لكي تعمل بشكل سليم وفقاً للقانون والمبادئ.

الوضع في البنوك:

وبصفة عامة يثير الاسلوب الذي من خلاله يدير مجلس الادارة وفريق الادارة العليا أعمال البنك، وهي بذلك يمكن ان تكون بمثابة حافز للحكومة سواء بشكل مباشر عن طريق اعتبار التقييم الكلي لنظام الحكومة ضمن عناصر التصنيف الاخرى او ادراج فاعلية نظام الحومة تحت بند مستقل بالتقرير، وتسهل هذه المؤشرات للمستثمرين عمل تقييم لمدى فاعلية الحوكمة في المؤسسة اي ان الحومة والرقابة تساهم في:

- ١- تحسين الكفاءة التشغيلية والمالية.
 - ٢- توفير فؤص لجذب مصادر تمويل خارجي.
 - ٣- تخفيض تكلفة رأس المال.
 - ٤- تحسين سمعة البنك ودعم الثقة.
 - ٥- توفير فرص الحصول على صفقات أعمال دولية.
- ويشمل مفهوم أصحاب المصالح في البنوك العديد من الفئات مثل المودعين والمقترضين والموظفين والمساهمين، ووكالات التقييم والجهات الاشرافية والرقابية وبموجب مبادئ الحوكمة تقوم البنوك بتعميم قواعد القيم المؤسسية وميثاق سلوكيات العمل. ووضع الاجراءات والنظم التي من شأنها التأكد في الالتزام بها. يحدد مجلس الادارة وفريق الادارة العليا مع بعضها البعض على فترات محددة لتبادل المعلومات في الوقت المناسب حول سلامة الاوضاع المالية للبنك و المحاسبات الادارية.
- وقد لفتت لجنة بازل للاشراف المعرفي الانتباه الى ضرورة دراسة وفهم وتحسين الحكومة في الكيانات المصرفية (تحسين الحكومة المصرفية للمؤسسات فبرابر ٢٠٠٦) والغرض من هذا التوجيه هو المساعدة على ضمان اعتماد الممارسات السليمة للحكومة والغرض من هذا التوجيه هو المساعدة على ضمان اعتماد الممارسات السليمة للحكومة في المؤسسات المصرفية في جميع انحاء العالم ويبرر هذا التقرير أهمية الامور التالية:
- ١- دور مجلس الادارة والادارة العليا (مع التركيز على الدور المنوط للاعفاء المستقبلي).
 - ٢- الادارة الفعالة لتجنب تضارب المصالح .
 - ٣- دور المراجعين الداخليين والخارجين وكذلك جهات الرقابة الداخلية الاخرى.
 - ٤- الادارة على نحو يتسم بالثقافة لاسيما عندما يعمل البنك في مناطق جغرافية او من خلال كيانات قد تفوق الثقافة.
 - ٥- دور الجهات الرقابية والاشرفية في تقييم وتوفير الممارسات السليمة للحكومة .
- ويؤخذ في الاعتبار حجم البنك وهيكله واطار المخاطر وتطبيق بغض النظر عما اذا كانت الدولة قد بدأت بالفعل تطبيق مقررات بازل، وكما نوه رئيس لجنة بازل (تمثل الحوكمة عنصرا هاما لضمان صحة وسلامة واستقرار النظام).
- وتتظر لجنة بازل الى هذا التقرير انه سيساعد على تعزيز ادارة المخاطر بطريق اكثر فعالية وشفافية ويوفر قدر اكبر من الشفافية عن المؤسسات المصرفية.
- مبادئ الحكومة والمراجعة في البنوك:**
- وضعت لجنة بازل مبادئ تساعد على بناء نظام فعال للحكومة كالتالي:
- ١- اعفاء مجلس الادارة مؤهلي لمراكزهم ويؤمنوا على دراية بالحكومة والقدرة على ادارة العمل بالبنك . ويكون اعفاء مجلس الادارة مسئولين بشكل تام عن اداء البنك وسلامة موقفة المالي: وتكون فاعليتهم اكثر تأثيرا لدعم الحكومة عندما يمارسوا مسئولياتهم وخصوصا عندما يكونوا على دراية بدورهم في الاشراف ودعم سلامة البنك والاحاطة الملائمة بالبيئة التشريعية والتأكد من ان البنك يحتفظ بعلاقة جيدة مع الجهات الرقابية والاشرفية.
 - ٢- يوافق ويراقب مجلس الادارة الاهداف الاستراتيجية للبنك وقيم ومعايير العمل، الخذا

فى الاعتبار مصالح حملة الاسهم والمودعين وان تكون هذه القيم سارية فى البنك ، ويجب ان يتأكد مجلس الادارة ان الادارة التنفيذية تطبق السياسات الاستراتيجية للبنك وتمنع الانشطة والعلاقات والمواقف التى تضعف الحوكمة .

٣- توضع حدود واضحة للمسئوليات والمحاسبة فى البنك لمجلس الادارة وزاد الادارة العليا والمديرين والعاملين وان يوضع هيكل ادارى يشجع على المحاسبة ويحدد المسئوليات. كما يكون دور الادارة العليا تفويض السلطات الى الموظفين وتعزيز المساءلة ، فضلا عن كونهم مسئولين امام المجلس عن نتائج اعمال البنك.

٤- يتأكد مجلس الادارة من وجود مبادئ ومفاهيم للادارة التنفيذية تتوافق مع سياسة المجلس وان يمتلك المسئولين بالبنك المهارات الضرورية لادارة اعمال البنك وان تتم أنشطة البنك وفقا للسياسات والنظم التى وضعها مجلس الادارة كنظام فعال للرقابة الداخلية.

٥- ان يستفيد مجلس الادارة والادارة العليا من العمل الذى يقوم به المراجع الداخلى ومراجعتى الحسابات الخارجيين وجهات الرقابة الداخلية وان يقر مجلس الادارة باستغلالها.

٦- يتأكد مجلس الادارة ان سياسات الاجور والمكافآت تتناسب مع ثقافة واهداف واستراتيجية البنك فى الاجل الطويل وربط الحوافز والمكافآت بها وعدم اتخاذ اجراءات تتعارض معها.

٧- يكون البنك محكوم بالشفافية، وهى تكن ضرورية للحوكمة الفعالة والسليمة فمن الصعب للمساهمين وأصحاب المصالح والمشاركين الآخرين فى السوق فى ظل نقص الشفافية وأن يتم الافصاح فى التقارير السنوية والدورية وغيرها.

٨- يتفهم أعضاء مجلس الادارة والادارة العليا هيكل عمليات البنك والبيئة التشريعية حتى لا يتعرض لمخاطر قانونية بشكل غير مباشر عندما يقوم بخدمات نيابة عن عملائه تقسم بممارسات لأنشطة غير شرعية مما يعرض سمعة البنك للخطر.

وأصبح من المفاهيم المستقرة الآن خاصة بعد الأزمة المالية والاقتصادية العالمية أن الاشراف المصرفي ونوعية الادارة تلعب دوراً هاماً فى نظام الحوكمة ويجب أن يتميز نظام الحوكمة بالشفافية والاستمرارية لتدعيم سلامة وأمن العمل المصرفي من جهة والمرونة المطلوبة لمواجهة المنافسة من ناحية أخرى، وتوجد مجموعة من الاعتبارات لتبنى نظام حوكمة فعال فى البنوك:

١- على البنوك أن تطبق على الأقل القدر اليسير من مبادئ الحوكمة وبعد ذلك فانها ينبغي أن يطلب منها السعي قدماً نحو تطبيق المعايير الدولية ضمن إطار زمني محدد.

٢- تتخذ إدارات البنوك خطوات ملائمة نحو التوصل الى ترتيبات جديدة للأجور تعكس الأداء.

٣- ينبغي للبنوك أن يكون لها قواعد صارمة تحظر أو تحد من الاقراض لأعضاء مجلس الادارة والأطراف المرتبطة بهم.

٤- يتعين ادخال نظام شامل لادارة المخاطر ضمن اطار زمني واضح.

٥- أن توفر للبنوك مزيد من الشفافية والافصاح من أجل التمكن من التحول الى تطبيق أفضل الممارسات.

موجز وتوصيات:

لوحظ أن الأزمة المالية والاقتصادية كانت شديدة التأثير على اقتصاديات دول العالم متقدمة ونامية وانخفضت معدلات النمو بها بنسب محسوسة وتحاول الدول المتقدمة وضع قواعد للحوكمة والرقابة على المستوى الدولي لمحاولة مواجهة الآثار الناتجة عنها وتفادي حدوث أمثاليها. وهذا واضح في الاجتماعات التي عقدتها دول المجموعة الثمانية الصناعية الكبرى، وكذلك مجموعة الدول العشرين التي انتقلت إليها القيادة الاقتصادية للعالم جاء على شاكلتها في الاجتماعات المتتالية والمتعاقبة مثل دول الاتحاد الأوروبي التي ناقشت في مارس ٢٠١٠ وضع آلية لمواجهة وإدارة الأزمات الاقتصادية بعمل:

- ١- إنشاء مؤسسة متخصصة للتعامل مع تلك المواقف.
- ٢- مناقشة النقاط التي تحظر التدخل للقيام بأعمال تدخل في صميم أعمال الحكومات المركزية للدول الأعضاء.
- ٣- ليست هناك الآن أن إجراءات عقابية واضحة بحق الدول التي لا تلتزم بالقيود المتضمنة لهذه الانفاقيات.

وفي مصر التأكيد والإمداد على استمرار وتواصل عمليات الإصلاح بكافة صوره ودرجاته ونواحيه ونشر وتعميق الحوكمة في حياتنا لأن ذلك هو ضمان لمواجهة المشاكل والصعوبات والأزمات، وكذلك للحفاظ على حيوية السوق والمجتمع لأن عمليات الإصلاح ليست مرهونة بوقت وأوضاع معينة ولكنها لمواجهة مشاكل ومخاطر متجددة، ولاستكمال منظومة الإصلاح المالي والاقتصادي فإنه مطلوب سرعة اصدار القوانين الآتية:

- ١- قانون الإفلاس (الخروج الآمن من السوق)
- ٢- قانون الشركات الموحد
- ٣- قانون تنظيم تداول المعلومات.

دراسة بعنوان

تحسين متطلبات الإفصاح في التقارير المالية الصادرة عن الشركات المدرجة بسوق الأوراق المالية الليبي

إعداد

د. عادل رجب الزنداح عضو هيئة تدريس بكلية الاقتصاد/ جامعة الفاتح	أ. أسامة إبراهيم الأترق عضو هيئة تدريس بكلية الاقتصاد/ جامعة الفاتح
--	--

مقدمة :

تلعب أسواق الأوراق المالية دوراً هاماً وفعالاً في تحقيق التنمية الاقتصادية في أي اقتصاد وطني وذلك من خلال قدرتها على تجميع مدخرات الأفراد والشركات وتقديمها إلى الراغبين في إنشاء مشروعات اقتصادية جديدة أو توسيع حجم نشاط مشروعات قائمة. ولتحقيق ذلك يجب أن تعكس هذه الأسواق أسعار التوازن للأسهم، والتي تجعل العائد على الأسهم يتناسب مع درجة المخاطرة المرتبطة بها، وهذا يتوقف على مدى توفر المعلومات وتمائلها لجميع المستثمرين في سوق الأوراق المالية، ومدى فهم واستيعاب المستثمرين للمعلومات التي يوفرها سوق الأوراق المالية.

ويلعب الإفصاح المحاسبي دوراً هاماً في تحقيق الآلية الخاصة بسوق الأوراق المالية من حيث تحديد الأسعار المناسبة للأسهم وتحقيق التوازن بين درجة المخاطرة والعائد الذي تحققه الأسهم. فالإفصاح المحاسبي يؤدي إلى تخفيض عدم التأكد فيما يتعلق بالاستثمار وإقبال المدخرين على تقديم أموالهم الأمر الذي يؤدي إلى كبر حجم سوق الأوراق المالية متمثلاً في زيادة عدد الأسهم المعروضة للشراء والبيع، وكذلك في زيادة حجم التعامل لهذه الأسهم (الدهراوي، ١٩٩٤) ..

ونظراً لأهمية الإفصاح المحاسبي فإن هناك إجماع عام في المحاسبة على ضرورة وجود إفصاح كافٍ في البيانات المالية، ويتطلب الإفصاح المحاسبي الكافي أن يتم تصميم وأعداد التقارير المالية بحيث تصور باعتدال الأحداث الاقتصادية التي حدثت بالشركة خلال فترة النشاط، وإن تحتوي هذه القوائم والتقارير المالية على بيانات ومعلومات كافية تجعلها مفيدة للمستثمر العادي أو المستفيدين من القوائم والتقارير بصورة عامة (سجيني، ١٩٩٧). غير أن مدى أهمية العنصر الذي يتم الإفصاح عنه ومدى كفاية الإفصاح الخاص به يكتنفه نوع من الصعوبة، وكذلك الأمر فيما يتعلق بقرير مادية المعلومة، أو فيما يتعلق بتكاليف الإفصاح عنها، حيث أن المحاسبين يمكن أن يقوموا بتزويد مستخدمي البيانات المالية بالكثير من المعلومات، ولكن في بعض الأحيان قد تكون هذه المعلومات غير ضرورية أو غير مناسبة، وقد تكون تكاليفها أعلى من المنافع المحققة منها. كما أن الشركات تشكو من أن المعايير المحاسبية

والمتطلبات القانونية ومتطلبات الأسواق المالية الخاصة بالإفصاح مبالغ فيها، وإن الكثير من المتطلبات غير مناسبة وغير ضرورية. لذلك فإن الاهتمام بعملية الإفصاح من حيث كفاية المعلومات وأهميتها وملاءمتها أمر في غاية الأهمية لخدمة المساهمين والمستثمرين وغيرهم من الفئات المهتمة بالبيانات المالية، باعتبار أن هذه الفئات تسعى للحصول على المعلومات المناسبة لاتخاذ القرارات، ويجب أن تكون هذه المعلومات ذات مصداقية، أي يمكن الاعتماد عليها في قرارات الاستثمار القرارات الأخرى (ابونصار، والذنيبات ٢٠٠٥).

مشكلة الدراسة:

يعتبر سوق الأوراق المالية القناة الرئيسية التي يمكن من خلالها توجيه المدخرات إلى القطاعات المنتجة وبما يخدم الاقتصاد الوطني، إضافة إلى ذلك دور الذي يمكن أن يلعبه في إتمام عمليات الخصخصة وتوسيع قاعدة الملكية. ومن هذا المنطلق أوكلت اللجنة الشعبية العامة مهمة إنشاء سوق الأوراق المالية الليبي إلى أمانة اللجنة الشعبية العامة للاقتصاد والتجارة بموجب القرار رقم (١٠٥) لسنة ٢٠٠٥ باتخاذ كافة الترتيبات اللازمة للإشراف على إقامته، وتفعيل دوره وتنميته بالشكل الطبيعي، بما يساهم في تسهيل عملية تمويل الاستثمار والتسريع بعملية نقل الملكية (www.ism.ly). وقد توجت هذه الجهود بصدر القرار رقم (١٣٤) المؤرخ في ٢٠٠٦/٠٦/٠٣ بإنشاء سوق الأوراق المالية برأس مال قدره ٢٠ مليون دينار ليبي. وقد تم الاستعانة بتجربة الأسواق العربية وعلى وجه الخصوص مصر والأردن في تدريب العاملين وإعداد اللوائح والضوابط اللازمة لعمل السوق.

وبناءً على ذلك تم إصدار لائحة الإدارة ومتابعة الإفصاح والتي تعد خطوة هامة وجيدة من قبل سوق الأوراق المالية الليبي لضمان إصدار بيانات تعكس جوهر الوضع الاقتصادي ونتائج أعمال الشركات، وتقديم معلومات ذات فائدة للفئات المهتمة بالبيانات المالية. وبالإطلاع على بنود لائحة الإدارة ومتابعة الإفصاح الصادرة عن السوق الليبي ومقارنتها بمتطلبات الإفصاح الصادرة عن الأسواق المالية، وعلى وجه الخصوص الأسواق العربية، اتضح للباحثين أن هناك قصور في لائحة الصادرة عن السوق الأوراق المالية الليبي فيما يتعلق بالإفصاح.

وعليه فإن مشكلة الدراسة تبرز في الإجابة على التساؤل الآتي:

- كيف يمكن تطوير لائحة سوق الأوراق المالية الليبي المتعلقة بالإفصاح بما يتلاءم مع احتياجات الفئات المختلفة من المعلومات المالية ؟

أهمية الدراسة:

تتبع أهمية الدراسة من الأهمية التي تحتلها أسواق الأوراق المالية في الاقتصاد العالمي عموماً، وللاقتصاد المحلي خصوصاً، حيث تعتبر مؤشراً دقيقاً وحساساً لسلامة الاقتصاد الوطني. كما أنه لا يمكن للأسواق المالية أن تنمو وتزدهر إلا من خلال تنمية الثقة لدى المستثمرين بما تقدمه من بيانات ومعلومات ملائمة لقراراتهم، وهذا لا يتحقق إلا من خلال وجود الإفصاح المحاسبي، الذي يحقق مستوى عالي من الثقة بين المتعاملين، حيث تقوم الجهات المشرفة على الأسواق المالية بإصدار التعليمات الواجب إتباعها، ومراقبة التقارير والبيانات المالية للشركات

المتعاملة في السوق، والإشراف على وسائل الإعلام المختلفة لضمان توفير معلومات صحيحة لمتخذي القرارات.

وقد جرت العادة في الدول المتقدمة أن تقوم الجهات المشرفة على تنظيم الأسواق المالية أو الجهات التي تقوم بإعداد معايير المحاسبة والمراجعة بإعداد مقترحات عن أي تعليمات أو معايير، والطلب من المهتمين التعليق على هذه التعليمات أو المعايير من أجل توسيع دائرة المشاركة في صياغة التعليمات التي تلبي احتياجات مختلف الفئات فيما يتعلق بالبيانات المالية، ثم تقوم بإصدار التعليمات أو المعايير بشكلها النهائي (Byington & Sutton, 1991). ونظراً لحدثة سوق الأوراق المالية الليبي، وحرص القائمين عليه بضرورة إصدار لوائح تنظم إدراج الشركات والبيانات الواجب الإفصاح عنها، فقد قام سوق الأوراق المالية بإصدار اللائحة دون أخذ وجهات نظر الفئات المهتمة بالبيانات المالية، الأمر الذي نعتقد أن هذه اللائحة إذا ما تم إضافة بعض البنود إليها سوف تحسن من مستوى الإفصاح في تقارير الشركات المدرجة بسوق الأوراق المالية الليبي.

أهداف الدراسة:

تهدف هذه الدراسة إلى تحسين مستوى الإفصاح في التقارير المالية الصادرة عن الشركات المدرجة بسوق الأوراق المالية الليبي، وذلك من خلال التعرف على آراء الفئات المهتمة بالتقارير والمعلومات المالية (مستثمرين، ومعدّي التقارير المالية، ومراجعي الحسابات، وأكاديميين) حول مدى أهمية البنود المقترحة إضافتها إلى لائحة الإدراج ومتابعة الإفصاح. (ويرفق الباحثين نموذج للبنود المقترحة في الملحق رقم (١) المرفق بالدراسة).

محددات الدراسة:

يمكن تقسيم لائحة الإدراج والإفصاح الصادرة عن سوق الأوراق المالية الليبي بصفة عامة إلى قسمين: الأول يتعلق بشروط إدراج الشركات سواء كانت محلية أو أجنبية، ونقل الأوراق المالية بين جداول السوق، وشطب الأوراق المالية. أما القسم الثاني من اللائحة فإنه يتعلق بإفصاح الشركات التي تتداول أسهمها في سوق الأوراق المالية. وتركز هذه الدراسة فقط على متطلبات الإفصاح للشركات المدرجة بسوق الأوراق المالية الليبي حسب اللائحة الصادرة، ولا تتطرق الدراسة إلى متطلبات الإدراج.

فرضيات الدراسة:

بعد دراسة متطلبات الإفصاح الصادرة عن الأسواق المالية لبعض الدول العربية ومقارنتها بما صدر عن سوق الأوراق المالية الليبي، وفي ضوء مشكلة الدراسة، وأهميتها، وأهدافها فإن هذه الدراسة سوف تختبر الفرضيات التالية:

الفرضية الأولى:

لا يرى المستثمرون أن البنود المقترحة سوف تؤدي إلى تحسين متطلبات الإفصاح في التقارير المالية للشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية الليبي.

الفرضية الثانية:

لا يرى معدّي التقارير المالية أن البنود المقترحة سوف تؤدي إلى تحسين متطلبات الإفصاح

في التقارير المالية للشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية الليبي.

الفرضية الثالثة:

لا يرى مراجعي الحسابات أن البنود المقترحة سوف تؤدي إلى تحسين متطلبات الإفصاح في التقارير المالية للشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية الليبي.

الفرضية الرابعة:

لا يرى الأكاديميين أن البنود المقترحة سوف تؤدي إلى تحسين متطلبات الإفصاح في التقارير المالية للشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية الليبي.

الدراسات السابقة:

يحظى موضوع الإفصاح في التقارير المالية باهتمام واسع من قبل المنظمات المهنية والجهات المستولة عن الأسواق المالية والباحثين. وتعتبر دراسة (Cerf,1961) من أوائل الدراسات التي اهتمت بالإفصاح في التقارير المالية السنوية للشركات، حيث قام بإعداد قائمة تضمنت (٣١) بنداً يتوقع الإفصاح عنها في التقارير المالية للشركات، وذلك من أجل قياس درجة الإفصاح في التقارير المالية وعلاقتها بخصائص الشركة. وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة بين درجة الإفصاح وكل من حجم الشركة وعدد المساهمين وربحية الشركة وكون الشركة مدرجة في سوق الأوراق المالية.

وقد استخدم العديد من الباحثين منهج Cerf في قياس درجة الإفصاح واستقصاء آراء المهتمين بالتقارير المالية حول أهمية البنود المفصّل عنها، كذلك قياس مدى التزام الشركات بمتطلبات الإفصاح الصادرة عن الأسواق المالية. ونظراً لكثرة الدراسات السابقة المهمة بموضوع الإفصاح على المستوى العالمي والعربي، وخدمة لأهداف الدراسة فإنه سيتم التركيز على الدراسات التي تمت في البيئة العربية. ومن هذه الدراسات الأتي:

دراسة (زيود، وقيطيم، ومكية. ٢٠٠٧) بعنوان دور الإفصاح المحاسبي في سوق الأوراق المالية في ترشيد قرار الاستثمار

هدفت الدراسة إلى إبراز دور المحاسبة بمختلف فروعها كنظام لإنتاج المعلومات ذات المنفعة النسبية من خلال توصيل المعلومات المالية الهامة لشرائح مختلفة وواسعة من المجتمع - سواء اتفقت مصالحهم أم تعارضت - مترجمة بشكل قوائم وتقارير مالية تعكس ما وقع في المنشآت الاقتصادية من أحداث متتالية مما له بالغ الأثر في اتخاذ القرارات الاقتصادية والاستثمارية. وانطلاقاً من أهمية القوائم المالية كمخرجات للنظام المحاسبي القائم في المنشأة يتوجب إعداد هذه القوائم على أسس تتفق مع متطلبات الإفصاح عن الأمور الغامضة ذات التأثير النسبي الهام في عملية اتخاذ القرار إذ أن أي تضليل في المعلومات المتضمنة في هذه القوائم من شأنه أن يفقدها أهميتها وبالتالي التأثير على قرار الاستثمار الذي يعتبر من القرارات الهامة والخطيرة مما يستلزم توافر معلومات على درجة كبيرة من الدقة والموضوعية . وبينت نتائج الدراسة إن زيادة الإفصاح في التقارير المالية يؤدي إلى زيادة فاعليتها في ترشيد القرارات، كما بينت نتائج الدراسة أيضاً أن تعدد التقارير وقصر دورتها خلال السنة المالية

واحتوائها على معلومات أكثر واقعية تصبح بالتالي أكثر ملاءمة لخدمة أهداف المستثمرين.
دراسة (الزنداح، ٢٠٠٦) بعنوان "أثر تطبيق تعليمات الإفصاح الصادرة عن هيئة الأوراق المالية على منفعة المعلومات المحاسبية للمستثمرين"

استهدفت هذه الدراسة اختبار أثر تطبيق تعليمات الإفصاح الصادرة سنة ١٩٩٨ عن هيئة الأوراق المالية، على منفعة المعلومات المحاسبية للمستثمرين. تم تقييم هذا الأثر من خلال دراسة العلاقات الإحصائية بين المعلومات المحاسبية (حصة السهم من الربح، العائد على الملكية، القيمة الدفترية للسهم، نسبة المديونية، التدفق النقدي التشغيلي للسهم)، ومقياس لقيمة الشركة (القيمة السوقية للسهم)، ومقياس يعبر عن مخاطر الاستثمار (المخاطرة النظامية للشركة). ولقياس أثر ذلك تم استخدام بيانات الشركات الصناعية المساهمة العامة المدرجة في بورصة عمان، لعينة تكونت من تسع وثلاثين شركة عن فترة ثماني سنوات، منها أربع سنوات قبل تطبيق تعليمات الإفصاح (١٩٩٤-١٩٩٧)، وأربع سنوات بعد التطبيق (١٩٩٩-٢٠٠٢). بينت نتائج الدراسة حدوث تحسن بسيط في علاقة المعلومات المحاسبية بالقيمة السوقية للسهم نتيجة تطبيق تعليمات الإفصاح، بينما لم تكشف الدراسة عن حدوث تحسن في علاقة المعلومات المحاسبية بالمخاطرة النظامية للشركة.

دراسة (أبونصار، والذنيبات، ٢٠٠٥) بعنوان "أهمية تعليمات الإفصاح الصادرة عن هيئة الأوراق المالية ومدى كفايتها في تلبية احتياجات مستخدمي البيانات المالية"

هدفت الدراسة إلى التحقق من مدى أهمية تعليمات الإفصاح الصادرة عن هيئة الأوراق المالية للعام ١٩٩٨ والخاصة بالبيانات الدورية للشركات المساهمة العامة في الأردن، وذلك من وجهة نظر المدققين الخارجيين ومعدّي البيانات المالية والمستثمرين. كما هدفت الدراسة إلى معرفة وجهة نظر عينة الدراسة حول مدى كفاية هذه التعليمات ومساهمتها في تحسين عملية اتخاذ القرارات من قبل مستخدمي البيانات المالية. ولتحقيق أهداف الدراسة تم تصميم استبيان وزع على عينات من المدققين ومعدّي البيانات المالية والمستثمرين. وتوصلت الدراسة إلى إجماع كل من المدققين ومعدّي البيانات والمستثمرين على أهمية البنود التي تضمنتها تعليمات الإفصاح في خدمة مستخدمي القوائم المالية، كما أظهرت نتائج الدراسة أن تعليمات الإفصاح تساعد في تحسين نوعية وكمية المعلومات المنشورة. وبينت نتائج الدراسة كذلك عدم وجود فروقات ذات دلالة إحصائية بين وجهات نظر المدققين ومعدّي البيانات والمستثمرين في تقييم أهمية البنود التي تضمنتها تعليمات الإفصاح إلا لعدد محدود من البنود.

دراسة (السيد، ٢٠٠٤) بعنوان "الإفصاح المحاسبي بين النظرية والتطبيق"

هدفت هذه الدراسة إلى التعرف على مدى تطبيق الشركات الصناعية المساهمة الأردنية التي يتم تداول أسهمها في السوق الأول لمتطلبات الإفصاح وفقاً للمعيار المحاسبي الدولي رقم (١) وتعليمات الإفصاح الصادرة عن هيئة مفوضي الأوراق المالية في إعداد ونشر تقاريرها المالية إضافة إلى دراسة العلاقة بين درجة الإفصاح وبعض خصائص الشركات متمثلة في حجم الشركة وسنة التأسيس والعائد على الاستثمار وحقوق المساهمين ومجموع الالتزامات ومجموع

الأصول. وخلصت هذه الدراسة إلى وجود درجة عالية من الالتزام بمتطلبات الإفصاح في معايير المحاسبة الدولية من قبل الشركات عينة الدراسة، وكذلك هناك التزام بدرجة أقل بالنسبة لمتطلبات الإفصاح الواردة في تعليمات هيئة مفوضي الأوراق المالية، غير أن نتائج الدراسة أشارت إلى وجود درجة عالية من الالتزام فيما يتعلق بإصدار التقارير نصف السنوية. أما بالنسبة لخصائص الشركات والتي توقع الباحث أن يكون لها أثر على درجة الإفصاح، فقد أظهرت الدراسة أنه لا يوجد أي أثر لهذه العوامل على مستوى الإفصاح لشركات العينة.

دراسة (الهيبل، ٢٠٠٣) بعنوان "مدى ملاءمة تعليمات الإفصاح الصادرة عن هيئة الأوراق المالية لقرارات المستثمر في الأردن".

هدفت الدراسة إلى التعرف على مدى ملاءمة وكفاية تعليمات الإفصاح رقم (١) لسنة ١٩٩٨م الصادرة عن هيئة الأوراق المالية الأردنية لقرارات المستثمرين في الأوراق المالية في بورصة عمان، وبيان مدى التزام الشركات الأردنية المدرجة في بورصة عمان بتعليمات الإفصاح عند إعداد تقاريرها المالية المقدمة للمستثمرين، والتعرف على أثر تلك التعليمات على جودة المعلومات المحاسبية المقدمة من قبل الشركات المساهمة وبالتالي على أسعار الأسهم المتداولة في سوق الأوراق المالية. ولتحقيق أهداف الدراسة قام الباحث بإعداد استبيان تم توزيعه على مجتمع الدراسة المكون من شركات الخدمات المالية المرخصة والعاملة في سوق عمان المالي وعينة من المستثمرين المضاربين المتواجدين في بورصة عمان للأوراق المالية. أظهرت نتائج الدراسة ملاءمة تعليمات الإفصاح الصادرة عن الهيئة بدرجة كبيرة لخدمة قرار الاستثمار في الأوراق المالية في بورصة عمان، كذلك أظهرت نتائج الدراسة عدم كفاية تعليمات الإفصاح لخدمة قرار الاستثمار في بورصة عمان، كما بينت النتائج التزام الشركات المساهمة المدرجة في بورصة عمان بتعليمات الإفصاح عند إعداد التقارير المالية.

دراسة (الفضل، ٢٠٠١) بعنوان "العلاقة بين الإفصاح المحاسبي وكل من حجم الشركة وأسعار أسهمها في السوق المالية ونوع نشاطها".

استهدفت هذه الدراسة معرفة ما إذا كان لحجم الشركة أثر ذو دلالة إحصائية على مستوى الإفصاح الكافي في التقارير المالية الخارجية للشركات الصناعية العراقية، وكذلك معرفة ما إذا كان هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين كل من السعر السوقي لسهم الشركة ونوع النشاط الذي تمارسه وبين مستوى الإفصاح في تقاريرها المالية السنوية، وقد تميزت هذه الدراسة باختبار علاقة الخصائص أعلاه بمستوى الإفصاح في المكونات الفرعية للتقرير السنوي وليس مع مستوى الإفصاح في التقرير ككل ومن خلال إعداد مؤشر للإفصاح والقيام ببعض الاختبارات الإحصائية.

وخلصت الدراسة وجود علاقة بين الحجم ومستوى الإفصاح في محور المعلومات العامة، وعدم وجود متى هذه العلاقة في محاور: المعلومات عن الإدارة، والمعلومات الخاصة بالهيكل التمويلي، والمعلومات الخاصة بالموجودات، ومحور المعلومات المتعلقة بنتيجة النشاط. كما توصلت الدراسة إلى وجود علاقة ارتباط بين أسعار الأسهم السوقية لشركات العينة وكل من

نسبة الإفصاح عن المعلومات المتعلقة بالهيكل التمويلي ونتيجة النشاط.
دراسة (محمود، ١٩٩٩) بعنوان "أثر متغيرات السوق على كثافة الإفصاح في التقارير المالية".

ركزت هذه الدراسة على العلاقة بين مفهوم كثافة الإفصاح كمتغير تابع (وذلك بإنشاء رقم قياسي لكثافة الإفصاح) وبين أربعة متغيرات سوقية هي: نوع النشاط الاقتصادي، وحالة التسجيل في البورصة، والقانون الذي يحكم عمل الشركة، وحجم مكتب التدقيق الذي يتولى تدقيق التقارير المالية للشركة، وقد تم اختيار عينة من التقارير المالية المنشورة بالصحف المصرية لعدد ٥٥ شركة من الشركات العاملة في الاقتصاد المصري. ومن خلال اختبار فروض الدراسة توصل الباحث إلى وجود فروق معنوية في كثافة الإفصاح طبقاً لمتغيرات نوع النشاط وحالة التسجيل في البورصة ونوع القانون الذي يحكم عمل الشركة، وكذلك وجد ارتباط معنوي ذو دلالة إحصائية بين كثافة الإفصاح وحجم مكتب التدقيق، وأشارت الدراسة إلى عدم وجود مفهوم واضح ومحدد لجودة الإفصاح، ومن جهة أخرى لاحظ الباحث أنه لا يوجد إطار يحوز على القبول العام بشأن عدد وكيفية اختيار المفردات وكيفية تعداد النقاط التي يتم تضمينها في الرقم القياسي للإفصاح.

دراسة (سجيني، ١٩٩٧) بعنوان "قياس درجة ومدى الإفصاح المحاسبي في الشركات الصناعية السعودية"

هدفت الدراسة إلى قياس درجة وجودة الإفصاح المحاسبي في القوائم المالية للشركات الصناعية السعودية مقارنة بدرجة الإفصاح المحاسبي التي تتطلبها مبادئ المحاسبة المتعارف عليها في مهنة المحاسبة، وذلك من خلال الدراسة الميدانية للقوائم المالية التي تنشرها هذه الشركات. خلصت الدراسة أن مستوى الإفصاح المحاسبي في شركات العينة متدن بصورة عامة، حيث بلغت نسبة الإفصاح أقل من 54% مما يمكن تحقيقه. وعلى ضوء ذلك أوصت الدراسة بضرورة الاهتمام بالإفصاح المحاسبي في الشركات الصناعية السعودية، مع التركيز على الإفصاح عن المعلومات العامة المتعلقة بالإدارة، وتلك المتعلقة بالتطورات المستقبلية لما لذلك من أهمية في بعث الثقة في المعلومات المحاسبية، وبالتالي تشجيع عملية الاستثمار.

دراسة (الدراوي، ١٩٩٤) بعنوان "دور الإفصاح المحاسبي في تخفيض عدم تماثل المعلومات وزيادة كفاءة سوق رأس المال"

هدفت الدراسة الدور الحيوي الذي يلعبه الإفصاح في تحقيق كفاءة سوق رأس المال، عن طريق تخفيض عدم التماثل في المعلومات، مما يؤدي إلى تخفيض تكلفة العمليات وزيادة حجم سوق رأس المال وزيادة درجة سيولة الأسهم، كما بينت الدراسة أن المستثمر يستخدم المعلومات المحاسبية المتوفرة في التقارير المالية للتنبؤ بعائد الأسهم وتحديد درجة المخاطرة لهذه الأسهم، وكذلك تكوين سلة الاستثمارات التي تناسب أفضليته للمخاطرة. وبينت نتائج الدراسة خطورة عدم تماثل المعلومات على سوق رأس المال وعلى الاقتصاد القومي ككل، فزيادة عدم تماثل المعلومات المتمثلة في وجود بعض الأفراد لديهم معلومات غير متاحة لكافة المستثمرين يؤدي إلى

التأثير على هيكل سوق رأس المال من زيادة لتكلفة العمليات وانخفاض عدد المستثمرين و انخفاض درجة السيولة للأسهم.

دراسة (الملحم، ١٩٩٣) بعنوان: "معوقات وأسباب عدم الالتزام بالتطبيق الكلي لمتطلبات الإفصاح المحاسبي في الشركات المساهمة السعودية"

هدفت الدراسة إلى التعرف على الأسباب والمعوقات التي تحول دون التطبيق الكلي لمتطلبات الإفصاح المحاسبي الإلزامية من قبل الشركات المساهمة السعودية. ولتحقيق أهداف البحث، فقد تم استطلاع آراء عينة شملت فئات يقع على عاتقها الدور الرئيسي في عملية تطبيق المعايير المحاسبية. وقد بينت الدراسة أن أهم أسباب عدم الالتزام كانت ضعف آلية الإلزام، وضعف البرامج التعليمية، وقلة المحاسبين المؤهلين. وترجع أسباب ذلك إلى ضعف الإدراك بمفاهيم وأهداف المحاسبة وعدم إعطاء دور هام للقطاع الخاص في تقرير ما يلائمه من معايير. وللتغلب على هذه الأسباب فقد أوصت الدراسة على قيام وزارة التجارة أو من يمثلها بتذكير الشركات بالمتطلبات الإلزامية وفرض العقوبات الصارمة عليها في حالة ثبوت عدم التزامها. كما أوصت الدراسة بإنشاء وحدة إشراف ومراقبة خاصة للتأكد من تطبيق معايير الإفصاح المحاسبي. ولرفع مستوى الالتزام أوصت الدراسة على تكثيف البرامج التعليمية والتدريبية المستمرة للتعريف بمفاهيم وأهداف المحاسبة وكذلك بمعايير الإفصاح المحاسبي.

منهجية الدراسة:

مجتمع وعينة الدراسة:

نظراً لوجود العديد من الأطراف المهمة بموضوع الإفصاح في التقارير المالية للشركات، فقد ضم مجتمع الدراسة أربع فئات وهم: المستثمرين سواء كان مستثمر مؤسسي أو أفراد، ومعدّي التقارير المالية في الشركات المدرجة بسوق الأوراق المالية، ومراجعي الحسابات المرخصين، والأكاديميين المتمثلين في أعضاء هيئة التدريس بأقسام المحاسبة في كل من جامعة الفاتح، وجامعة السابع من إبريل، وجامعة الجبل الغربي. ولحدثة سوق الأوراق المالية الليبي، وبالتالي قلة عدد الشركات المدرجة به والتي بلغ عددها (٢٠) شركة حتى نهاية شهر النوار (فبراير) ٢٠١٠ كان له اثر في عدد مفردات عينة المستثمرين ومعدّي التقارير المالية. والجدول التالي يبين عدد الاستبيانات المرسلة والمستلمة من كل فئة.

الجدول رقم (١) الاستبيانات المرسلة والمستلمة			
الفئة	عدد الاستبيانات المرسلة	عدد الاستبيانات المستلمة	نسبة الردود
المستثمرين	40	٢٥	%٦٣
معدّي القوائم المالية	٤٠	٢٢	%٥٥

مراجعي الحسابات	٥٠	٣٧	٧٤%
الأكاديميين	٥٠	٤١	٨٢%
المجموع	١٨٠	١٤٤	٧٦%

أسلوب جمع البيانات:

لتحقيق أهداف الدراسة تم دراسة متطلبات الإفصاح الصادرة عن بعض الأسواق المالية العربية، ونخص بالذكر مصر والأردن وسوريا، وقد لاحظ الباحثان أن متطلبات الإفصاح في كل من الأردن وسوريا متقاربة جداً. كما تم الإطلاع أيضاً على بعض التقارير المالية للشركات المدرجة في تلك البلدان، ومن تم جرى دراسة ومقارنة ما ذكر مع ما هو موجود في ليبيا. وبناءً على ذلك تم تصميم استبيان احتوى على قسمين: هدف القسم الأول منه إلى جمع البيانات الديموغرافية لأفراد عينة الدراسة مثل المؤهل العلمي، والتخصص، وسنوات الخبرة. أما القسم الثاني من الاستبيان فقد احتوى على عدد (١٧) بنداً يتوقع أن يكون لها أهمية في تحسين متطلبات الإفصاح، وقد طلب من مجتمع الدراسة إبداء رأيهم عن كل بند ضمن مقياس ليكرت بدرجاته الخمس (مهم جداً، مهم، متوسط الأهمية، قليل الأهمية، غير مهم) لتحديد أهمية البنود.

ولاختبار مدى مصداقية نتائج الاستبيان والارتباط بين بنوده تم استخدام تحليل المصداقية Reliability analysis لحساب معامل ارتباط ألفا كرونباخ، وتبين أن قيمة معامل ارتباط ألفا كرونباخ الخاص بإجابات فئة المستثمرين على أسئلة الاستبيان الموجهة إليهم ٧١%، وبلغ معامل الارتباط الخاص بفئة معدي القوائم المالية ٦٢%، بينما بلغ معامل الارتباط الخاص بفئة المراجعين ٧٩%، وأخيراً بلغ معامل الارتباط الخاص بفئة الأكاديميين ٨٦%. وبما أنها تزيد عن ٦٠% فإن ذلك يعني إمكانية اعتماد نتائج الاستبيان والاطمئنان إلى مصداقيته (Sekaran, 1992).

أساليب تحليل البيانات:

استخدم البرنامج الإحصائي (Statistical Package for Social Science) لغرض تحليل البيانات وذلك باستخدام مجموعة من الأساليب الإحصائية وهي:

١- أساليب الإحصاء الوصفي لاستخراج الوسط الحسابي والانحراف المعياري والنسب المئوية لوصف متغيرات الدراسة.

٢- اختبار (Reliability analysis) لقياس ثبات أداة الدراسة ودرجة الاعتماد عليها.

خصائص عينة الدراسة:

تنوعت الخصائص الديموغرافية لأفراد العينة من حيث المؤهلات العلمية والتخصص العلمي وسنوات الخبرة. ويوضح الجدول رقم (٢) إن أعلى نسبة من حيث المؤهلات العلمية لمجتمع الدراسة كانت من حملة شهادة البكالوريوس والتي بلغت (٤٩%)، كما يلاحظ ارتفاع نسبة حملة شهادة الماجستير والدكتوراه، وذلك باعتبار أن إحدى فئات الدراسة هم أعضاء هيئة تدريس بالجامعات الوطنية. أما من حيث التخصص كما يوضحه الجدول رقم (٣)، فقد شكل تخصص

المحاسبة غالبية عينة الدراسة وبنسبة (٨٦%)، وهذا أمر طبيعي بالنظر إلى الفئات المستهدفة في الدراسة. ويبين الجدول رقم (٤) المتعلق بسنوات الخبرة لأفراد العينة، فقد كانت أعلى نسبة للفترة التي تراوحت ما بين ٥ - ١٠ سنوات وبنسبة (٣٥%) من حجم العينة. ومن التحليل السابق لخصائص عينة الدراسة يلاحظ توافر الخبرة العلمية والعملية للملاءمة للإجابة على بنود الاستبيان، الأمر الذي يدعم نتائج الدراسة.

اختبار الفرضيات:

في ضوء أهداف الدراسة وفرضياتها جاءت نتائج الاختبارات كما يلي:

١. اختبار الفرضية الأولى:

تشير نتائج التحليل الوصفي (الوسط الحسابي والانحراف المعياري) كما يظهرها الجدول رقم (٥) إلى أن المتوسط العام لآراء المستثمرين حول البنود المقترحة بلغت (٣,٦٤) وبانحراف معياري بلغ (٠,٩١٥) وحيث أن المتوسط الفرضي هو (٣)، عليه يتم رفض الفرضية العدمية، وقبول الفرضية البديلة. ونستنتج من ذلك أن المستثمرين يعتقدون أن إضافة البنود المقترحة إلى لائحة الإفصاح والإدراج سوف يحسن من مستوى الإفصاح في التقارير المالية السنوية للشركات.

٢. اختبار الفرضية الثانية:

تبين نتائج كما يظهرها الجدول أن المتوسط العام لآراء معدي التقارير المالية بلغ (٣,٧٢) وبانحراف معياري بلغ (٠,٨٣٧) وهو أكبر من المتوسط الفرضي، وبالتالي يتم رفض الفرضية العدمية، وقبول الفرضية البديلة.

٣. اختبار الفرضية الثالثة:

تشير النتائج بالجدول أن المتوسط العام لآراء مراجعي الحسابات بلغ (٣,٥٥%) وبانحراف معياري بلغ (١,٠٧١) وهو أكبر من المتوسط الفرضي، وعليه يتم رفض الفرضية العدمية، وقبول الفرضية البديلة.

٤. اختبار الفرضية الرابعة:

يوضح اختبار الفرضية الثالثة أن المتوسط العام لآراء الأكاديميين بلغ (٤,٢) وبانحراف معياري بلغ (٠,٧٧٣) وهو أكبر من المتوسط الفرضي، وبالتالي يتم رفض الفرضية العدمية، وقبول الفرضية البديلة.

وبالنظر إلى نتائج اختبار الفرضيات السابقة نلاحظ اتفاق آراء فئات الدراسة بأن إضافة البنود المقترحة من قبل الباحثان سوف تحسن الإفصاح في التقارير المالية للشركات المدرجة بالسوق. كما يلاحظ أيضاً أن أعلى متوسط حسابي كان من فئة الأكاديميين، ثم معدي التقارير المالية، ثم المستثمرين، وأخيراً مراجعي الحسابات. ونعتقد أن سبب انخفاض المتوسط الحسابي لفئة مراجعي الحسابات يرجع إلى أن زيادة متطلبات الإفصاح سوف يزيد من حجم مسؤولية المراجع الخارجي.

نتائج وتوصيات الدراسة :

استهدف الباحثان من خلال هذه الدراسة تحسين متطلبات الإفصاح في التقارير المالية

السوية للشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية الليبي، وذلك من خلال إعداد استبيان تضمن جملة من البنود المقترحة من الباحثان وتوزيعه على الفئات المهمة بالإفصاح، بهدف للتعرف على آرائهم حول إضافة البنود المقترحة إلى لائحة الإدراج والإفصاح.

وقد توصل الباحثان إلى أن هناك اتفاق في الآراء بين فئات الأربع التي غطتها الدراسة بأهمية تضمين لائحة الإدراج والإفصاح البنود المقترحة، والذي سوف يؤدي إلى تحسين مستوى الإفصاح في التقارير المالية السوية للشركات المدرجة بسوق الأوراق المالية الليبي.

وعليه نوصي إدارة سوق الأوراق المالية الليبي بمراجعة اللائحة الصادرة وإضافة كل أو بعض البنود المقترحة إلى لائحة الإدراج والإفصاح. كما نوصي بإجراء دراسات تتعلق بقياس مدى التزام الشركات بمتطلبات الإفصاح الصادرة عن سوق الأوراق المالية الليبي.

المراجع:

- ابونصار، محمد، وعلي الذنيبات، ٢٠٠٥، أهمية تعليمات الإفصاح الصادرة عن هيئة الأوراق المالية ومدى كفايتها في تلبية احتياجات مستخدمي البيانات المالية، مجلة دراسات: العلوم الإدارية، الجامعة الأردنية، المجلد ٣٢، العدد ١.
- الدهراوي، كمال الدين مصطفى، ١٩٩٤، دور الإفصاح المحاسبي في تخفيض عدم تماثل المعلومات وزيادة كفاءة رأس المال، مجلة كلية التجارة للبحوث العلمية، جامعة الإسكندرية، العدد ٢.
- الزنداح، عادل رجب، ٢٠٠٦، أثر تطبيق تعليمات الإفصاح الصادرة عن هيئة الأوراق المالية على منفعة المعلومات المحاسبية للمستثمرين، أطروحة دكتوراه، غير منشورة، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، عمان، الأردن.
- السيد، صالح محمد، ٢٠٠٤، الإفصاح المحاسبي بين النظرية والتطبيق، دراسة تحليلية على الشركات الصناعية المساهمة الأردنية في السوق الأول، رسالة دكتوراه غير منشورة، جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا، كلية الدراسات العليا، السودان.
- الفضل، مؤيد محمد، ٢٠٠١، العلاقة بين الإفصاح المحاسبي وكل من حجم الشركة وأسعار أسهمها في السوق المالية ونوع نشاطها، دراسة ميدانية في العراق، مجلة الإداري، العدد ٨٤.
- الهبيل، جمال خالد، ٢٠٠٣، مدى ملائمة تعليمات الإفصاح الصادرة عن هيئة الأوراق المالية لقرارات المستثمر في الأردن، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة آل البيت، عمان، الأردن.
- زيود، لطيف، وحسان قطيم، ونغم مكية، ٢٠٠٧، دور الإفصاح المحاسبي في سوق الأوراق المالية في ترشيد قرار الاستثمار، مجلة جامعة تشرين للدراسات والبحوث العلمية، المجلد ٢٩، العدد ١.
- سجينى، طلال إبراهيم عرابي، ١٩٩٧، قياس درجة ومدى الإفصاح المحاسبي في الشركات الصناعية السعودية، المجلة العلمية لكلية الإدارة والاقتصاد، العدد ٨.

- محمود ، عبد الحميد أحمد، ١٩٩٩، أثر متغيرات السوق على كثافة الإفصاح في التقارير المالية، دراسة اختبارية، مجلة البحوث التجارية المعاصرة، العدد ١.
- موقع سوق الأوراق المالية الليبي (www.lsm.ly)
- Byington, S, R. and Sutton, S,G, 1991, The Regulating Profession: An Analysis of the Political Monopoly Tendencies of the Audit Profession, Critical Perspectives on Accounting, 2 (4);315-330.
- Cerf, A, 1961, Corporate Reporting and Investment Decisions, University of California, Berkeley.
- Sekaran, U, 1992, Research Methods for Business: A Skill Building Approach, New York, John Wiley and Sons Inc.

الجدول رقم (٢)

خصائص عينة الدراسة (المؤهل العلمي)

البنـد	العدد	النسبة
شهادة ثانوية	٣	%٣
دبلوم متوسط	٧	%٦
دبلوم عالي	١٥	%١٣
البكالوريوس	٥٧	%٤٩
الماجستير	٢٤	%٢١
الدكتوراه	١٩	%١٦
المجموع	١٢٥	

جدول رقم (٣)

خصائص عينة الدراسة (التخصص العلمي)

البنـد	العدد	النسبة
المحاسبة	١٠٨	%٨٦
تخصصات أخرى	١٧	%١٤
المجموع	١٢٥	

جدول رقم (٤)

خصائص عينة الدراسة (سنوات الخبرة)

البنـد	العدد	النسبة (%)
أقل من ٥ سنوات	٢٧	%٢٢
من ٥ - ١٠ سنوات	٤٤	%٣٥
من ١١ - ١٥ سنوات	٣١	%٢٥
أكثر من ١٥ سنة	٢٣	%١٨

الجدول رقم (٥)
الإحصاء الوصفي لفئات عينة الدراسة

الفئة	الوسط الحسابي	الانحراف المعياري
المستثمرين	٣,٦٤	٠,٩١٥
معدّي التقارير المالية	٣,٧٢	٠,٨٣٧
مراجعي الحسابات	٣,٥٥	١,٠٧١
الأكاديميين	٤,٢٠	٠,٧٧٣

ملحق (١)

استبيان

تحسين متطلبات الإفصاح في التقارير المالية للشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية

الليبي

السادة

تحية طيبة وبعد،،

تهدف هذه الدراسة إلى التعرف على آراء المستثمرين ومعدّي التقارير المالية ومراجعي الحسابات والأكاديميين حول إضافة بنود مقترحة من الباحثان تتعلق بالإفصاح إلى لائحة الإدراج والإفصاح الصادرة عن سوق الأوراق المالية الليبي. لذلك فقد تم تصميم هذا الاستبيان لغرض جمع البيانات لتحقيق هدف الدراسة.

عليه نأمل التكرم بالمساعدة في إتمام الإجابة على الأسئلة الواردة بها لضمان نجاح هذه الدراسة، ونؤكد لحضرتكم بأن البيانات ستستخدم لأغراض البحث العلمي فقط .

شاكرين لكم حسن تعاونكم معنا

الباحثان

أ. أسامة إبراهيم الأتوق

د. عابد رجب زنداح

(معلومات شخصية)

يرجى وضع إشارة ☒ في المكان المناسب :

<p>١- صفة المستجيب:</p> <p><input type="checkbox"/> مستثمر</p> <p><input type="checkbox"/> أكاديمي</p>	<p><input type="checkbox"/> مراجع حسابات</p> <p><input type="checkbox"/> معد قوائم مالية</p>	<p><input type="checkbox"/> مؤهل العلمي:</p> <p><input type="checkbox"/> دبلوم متوسط</p> <p><input type="checkbox"/> بكالوريوس</p>
<p>٢- المؤهل العلمي:</p> <p><input type="checkbox"/> ماجستير</p> <p><input type="checkbox"/> دكتوراه</p> <p><input type="checkbox"/> أخرى.....</p>	<p><input type="checkbox"/> إدارة مالية</p> <p><input type="checkbox"/> اقتصاد</p> <p><input type="checkbox"/> أخرى.....</p>	<p><input type="checkbox"/> محاسبة</p> <p><input type="checkbox"/> إدارة أعمال</p>
<p>٣- التخصص:</p>	<p><input type="checkbox"/> أقل من ٥ سنوات</p> <p><input type="checkbox"/> من ٥ - ١٠</p> <p><input type="checkbox"/> أكثر من ١١</p>	<p>٤- عدد سنوات الخبرة:</p> <p><input type="checkbox"/> أقل من ٥ سنوات</p> <p><input type="checkbox"/> من ٥ - ١٠</p> <p><input type="checkbox"/> أكثر من ١١</p>

(بنود الإفصاح المقترحة)

الرجاء إبداء رأيك في البنود المقترحة من خلال تحديد أهمية كل بند، وذلك بوضع إشارة ☒ في المكان المناسب :

البنود	أبداً	بعضاً	متوسط الأهمية	قليل الأهمية	لا شيء
نرى أن يتضمن تقرير مجلس الإدارة السنوي إضافة لما ورد في المادة (٣٠) من لائحة الإبراج ومتابعة الإفصاح الآتي:					
١- وصف الأنشطة الرئيسية وأماكنها الجغرافية، وحجم الاستثمار الرأسمالي، وعدد الموظفين في كل منها.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
٢- وصف للشركات التابعة وطبيعة عملها ومجالات نشاطها ونتائج أعمالها.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
٣- بيان بأسماء كبار مالكي الأسهم المصدرة من قبل الشركة وعدد الأسهم المملوكة لكل منهم إذا كانت هذه الملكية تشكل ما نسبته ٥% فأكثر مقارنة بالسنة الماضية.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
٤- الوضع التنافسي للشركة ضمن قطاع نشاطها وأسواقها الرئيسية وحصتها من السوق المحلي، وكذلك حصتها من الأسواق الخارجية.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
٥- الإفصاح عن مدى التزام الشركة بمعايير الجودة العالمية.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
٦- الهيكل التنظيمي للشركة، وعدد موظفيها وفئات مؤهلاتهم، ومعدل دوران الموظفين، وبرامج التأهيل والتدريب لموظفي الشركة.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
٧- الأثر المالي للعمليات ذات طبيعة غير متكررة حدثت خلال السنة المالية ولا تدخل ضمن النشاط الرئيسي للشركة.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
٨- السلسلة الزمنية للأرباح أو الخسائر المحققة لمدة لا تقل عن خمس سنوات أو منذ تأسيس الشركة أيهما أقل.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>

البنية	م	م	متوسط الأهمية	قليل الأهمية	غير مهم
٩- الأرباح الموزعة من قبل الشركة لمدة لا تقل عن خمس سنوات أو منذ تأسيس الشركة أيهما أقل.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
١٠- صافي حقوق المساهمين لمدة لا تقل عن خمس سنوات أو منذ تأسيس الشركة أيهما أقل.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
١١- أسعار الأوراق المالية المصدرة (في تاريخ الإغلاق في نهاية السنة المالية) من قبل الشركة لمدة لا تقل عن خمس سنوات أو منذ تأسيس الشركة أيهما أقل.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
١٢- تحليل للمركز المالي للشركة ونتائج أعمالها خلال السنة.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
١٣- التطورات المستقبلية بما في ذلك أي توسعات أو مشروعات جديدة لسنة قادمة على الأقل.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
١٤- الخطة المستقبلية للشركة لسنة قادمة على الأقل وتوقعات مجلس الإدارة لنتائج أعمال الشركة.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
١٥- الانجازات التي حققتها الشركة مدعمة بالأرقام و وصف للأحداث الهامة التي مرت بها الشركة خلال السنة المالية.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
١٦- وصف لأي امتيازات تتمتع بها الشركة بموجب القوانين و الأنظمة المحلية.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
١٧- مساهمة الشركة في حماية البيئة.	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>

ورقه بعنوان

دور البورصة في تمويل المشروعات الصغيرة و المتوسطة

بعد الأزمة الاقتصادية العالمية

أعداد

أ/ إيمان إبراهيم عبد المنعم

مدير حسابات عملاء

بالشركة المصرية العربية -

ثمار لتداول الأوراق المالية

د.أ/ مختار الشريف

أستاذ الاقتصاد

بمركز بحوث الصحراء

مقدمه عن المشروعات الصغيره و المتوسطة

المشروعات الصغيره و المتوسطة ليست وليده العصر بل قامت عليها أقتصاديات ضخمة مثل الأقتصاد الياباني و الهندي والأمريكي غيرها .

فقد بدأ الأهتمام بتلك المشروعات من أواخر السبعينات حيث زاد عدد المشروعات الصغيره و المتوسطة حتي باتت تشكل ٩٠% من حجم المشروعات الأقتصادية علي مستوي العالم و تشغل ما نسبته ٦٠%-٦٥% من القوي العامله علي مستوي العالم

ففي منطقه اسيا ودول حوض البسفيك تمثل المشروعات الصغيره و المتوسطة ما نسبته ٩٥% و تشغل ما يعادل ٣٥%-٨٥% من العماله .

كما تشير بيانات البنك الدولي وصندوق النقد الدولي الي أن الصناعات الصغيره و المتوسطة تشكل ما نسبته ٢٥%-٣٥% من حجم الصادرات العالميه للمواد المصنعه وقد زادت هذه النسبه في بعض البلاد الآسيويه مثل الصين حيث تقدر ب ٦٠% في الصين و ٤٠% في كوريا و ٥٦% في تايوان .

أما بالنسبه للدول العربيه فقد أشارت دراسه حديثه أجرتها منظمه الخليج للأستثمارات الي أن نسبه المشروعات الصغيره و المتوسطة قد بلغت ٩٤% من المصانع

في الإمارات و ٩٢% في قطر و البحرين و ٧٥% في السعوديه و ٧٨% في الكويت وهي تتوزع بين المشروعات المختلفه مابين صناعات تحويليه و كيمياويه و غذائيه و بناء و تشييد.

شهد سوق الائتمان بمصر تغييرات كبيره خلال عام ٢٠٠٩، خاصة مع الأزمة المالية التي ضربت أسواق العالم وبدأت جذورها من القطاع المصرفي نفسه، وقد قالت صحيفة الفاييننشال تايمز إن المشروعات الصغيره و المتوسطة تواجه تعثرا في الحصول على القروض بسبب سياسات الائتمان الجديدة، إذ باتت المصارف أكثر حذرا

ومن هذا من المنطلق من اهميه تلك المشروعات علي المستوي العالمي و العربي ورغم أن مصر لم تكن حديثه بفكره المشروعات الصغيره و تمويلها وقد ظهر ذلك حيث تم أنشاء

شركة ضمان مخاطر الائتمان المصرفي للمشروعات الصغيرة كشركة مساهمة عامة، طبقاً لقانون الشركات المصرية رقم (١٥٩) لسنة ١٩٨١، بمساهمة من تسعة بنوك مصرية وذات ملكية مشتركة، وشركة تأمين.

وبسبب وجود قيود و معوقات أدت إلى عدم نجاح تلك المشروعات بالصورة التي خططت بها نجاح في الدول الأخرى وكان من أهم تلك العقبات هي العقبات التمويلية فالورقة تقدم :

أولاً: ماهي المشروعات الصغيرة و المتوسطة

ثانياً: ماهي أهمية المشروعات الصغيرة و المتوسطة وماهي أهم المعوقات التي تواجهها وكذلك وسائل التمويل المقترحة .

ثالثاً: بورصة النيل وماهي و الهدف من أنشائها و لماذا لم تأتي ثمارها حتى الآن

رابعاً: المشروعات الصغيرة بعد الأزمة الاقتصادية

أولاً : طبيعة و مفهوم المشروعات الصغيرة و المتوسطة

من المتفق عليه في جميع الدراسات الاقتصادية التي أعدت في هذا المجال أنه لا يوجد تعريف موحد لماهيم المشروعات الصغيرة و المتوسطة وهذا يرجع لعدة أسباب لعل أجلاها هو الاختلاف في امکانيات والظروف الاقتصادية والاجتماعية لكل دولة مثل طبيعة مكونات الإنتاج ونوعيه للصناعات القائمة و الكثافة السكانية ومدى توفر العمالة المدربة واختلاف مستوى الدخل والأجور.

ورغم هذه الاختلافات فيوجد عدد من المعايير التي يمكن الاعتماد عليها في تعريف المشروعات الصغيرة و المتوسطة

معيار العماله -

معيار رأس المال -

المعيار القانوني -

المعيار التكنولوجي-

معيار العماله : أولاً

يختلف معيار العماله من دولة إلى أخرى ومن منظمه إلى أخرى

ثانياً: معيار رأس المال

يختلف من دولة إلى أخرى على حسب طبيعة النشاط الاقتصادي والمؤسسي وكذلك اسعار الصرف ومدى ارتباطها بأسعار الصرف العالمي.

المعيار التكنولوجي: ثالثاً

ويعتمد على نوعية التكنولوجيا المستخدمة في العمليات الإنتاجية ومن ثم تختلف قيمة رأس المال المستثمر والعماله المستخدمة.

رابعاً : المعيار القانوني

يتوقف الشكل القانوني للمنشاء على طبيعة وحجم رأس المال المستثمر وطريقة تمويله

فشركات الأموال غالباً ما يكون رأس مالها كبيراً مقارنة بالمنشآت الفردية ووفقاً لهذا المعيار تقع المنشآت الصغيرة والمتوسطة في نطاق منشآت الأفراد وشركات الأشخاص والتضامنية وشركات التوصية البسيطة والتوصية بالأسهم.

تعريف البنك الدولي:

١- المشروعات الصغيرة:

هي التي توظف أقل من ٥٠ عامل وأجمالي الأصول والمبيعات حتى ٣٠ مليون دولار.

٢- المشروعات المتوسطة:

وهي التي توظف حتى ٥٠٠ عامل وأجمالي الأصول والمبيعات ١٠٠ مليون دولار.

أما وفقاً لبعض الدول

١- أمريكا وإيطاليا وفرنسا: تعتبر المنشأة صغيرة أو متوسطة إذا كانت توظف حتى ٥٠٠ عامل.

٢- السويد: حتى ٢٠٠ عامل

٣- كندا وأستراليا: حتى ٩٩ عامل

أما وفقاً لمصادر مؤتمر الأمم المتحدة للتنمية والتجارة:

المشروعات الصغيرة: هي التي يعمل بها من ٢٠-١٠٠ عامل

المشروعات المتوسطة: هي تلك التي يعمل بها من ١٠١-٥٠٠ عامل

ويختلف التصنيف تلك المشروعات عن تصنيف الشركات:

فالشركات الصغيرة هي التي يعمل بها ١٠٠ عامل ومن ١٠٠-١٠٠٠ هي شركات متوسطة.

أما بالنسبة لمنظمة العمل

المشروعات الصغيرة: هي التي يعمل بها أقل من ١٠ عمال. ١-

٢- المشروعات المتوسطة من ١٠-٩٩ عامل

فوفقاً لبعض دول التعاون الخليجي مثل البحرين و السعودية

البحرين 1-

٢- المشروعات الصغيرة: هي تلك المنشآت التي يبلغ متوسط رأسمالها المستثمر أقل من ٨٠٠٠٠٠ دينار.

المشروعات المتوسطة: هي التي رأسمالها المستثمر من ٨٠٠٠٠٠-٢,٥ مليون دينار.

السعودية 2-

يتم تصنيف المنشآت الصغيرة بالسعودية إذا كان رأس مال تلك المنشآت في حدود ١٠ مليون ريال.

أما وفقاً لمصر

2004: لسنة 141 تعريف القانون الصادر عن مجلس الشعب برقم

فقد أوضحت المادة رقم (١) من هذا القانون بما يلي:

يقصد بالمنشأة الصغيرة في تطبيق هذا القانون كل شركة أو منشأة فردية تمارش نشاطاً إنتاجياً أو خدمياً أو تجارياً لا يقل رأسمالها المدفوع عن خمسين ألف جنيه ولا يجاوز المليون جنيه ولا يزيد عدد العاملين عن ٥٠ عامل .

أما هيئة سوق المال فوفقاً لقرار مجلس إدارة الهيئة رقم (٦٢) لسنة ٢٠٠٧ بتاريخ ٢٠٠٧/٧/١١ الخاص بالشركات الصغيرة والمتوسطة بأنه:

يضاف إلى قواعد قيد وأستمرار قيد وشطب الأوراق المالية بالبورصة الصادر بقرار مجلس إداره الهيئة رقم ٣٠ بتاريخ ١٨/٦/٢٠٠٢ الأحكام التالية ٢٠٠٢:

المادة الأولى: يتم قيد الأوراق المالية المصدرة من الشركات الصغيرة والمتوسطة بجداول البورصة، ويقصد بالشركات الصغيرة والمتوسطة التي يقل رأسمالها عن ٢٥ مليون جنيه .

وتري الورقة :

أنه من الأفضل الاعتماد بمعيار العمالة وذلك للأسباب التالية:-

١- تسهيل المقارنه بين القطاعات .

٢- معيار ثابت و موحد و لا يأخذ في الاعتبار تغيرات أسعار الصرف

٣- سهوله جمع البيانات

- بالنسبة للقانون الصادر من مجلس الشعب لم يشر إلى النشاط الزراعي حيث أنه يتضمن

درجه عاليه من المخاطر ذلك بسبب الظروف الطبيعيه التي لايمكن التحكم بها .

- بالنسبة للقرار الصادر من هيئة سوق المال فقد وضع سقف للمشروعات الصغيره و

المتوسطه ٢٥ مليون جنيه و هو يختلف عن السقف الذي وضعه القانون الصادر عن مجلس الشعب في هذا الصدد .

المشروعات الصغيره و المتوسطه أهميتها وموقعاتها ثانياً:

أهمية المشروعات الصغيره و المتوسطه - ١

١- خلق فرص عمل وامتصاص البطالة بشكل أكبر من المشروعات الصناعيه الكبيره

٢- تحقيق التكامل الاقتصادي بين المشروعات الصناعيه الكبيره و الصغيره

٣- زياده قيم الصادرات الصناعيه عن طريق الإنتاج المباشر أو الإنتاج التعاقدى مع المنشآت

الصناعيه الكبيره

٤- تحقيق التوازن الجغرافى لعملية التنمية حيث يتم المرونه في التوطن والتقل بين مختلف

المناطق والأقاليم الأمر الذي أدى إلى خلق مجتمعات إنتاجيه جديده في المناطق النائية.

الاستخدام الأمثل للموارد. - ٥

الاستخدام الأمثل للموارد الماليه المتاحه للمجتمع. - ٦

٧- ارتفاع العائد الاستثماري.

٨- قدرتها على تنويع الإنتاج و زياده القيمة المضافه وتوفير السلع و الخدمات بأسعار في

متناول الجميع.

٩- قدرتها على التكيف مع المتغيرات الاقتصادية .

٢ - العقبات التي تواجه المشروعات الصغيرة والمتوسطة

المعوقات التسويقية أ-

- بسبب ارتفاع تكلفتها .
- عدم وجود أبحاث التسويق التي تدرس السوق واتجاهاته وكذلك دراسه أنواع السلع التي يحتاجها المجتمع .

ب - ضعف القدرة التنافسية

- بسبب عدم جودة المنتجات المقدمه لأفقارها الي الأيدي العاملة المدربه بالأضافه الي المستوي التكنولوجي المطلوب
- السياسات التصديرية المتبعه وكذلك لتعريفه الجمركيه المفروضه علي تلك الصناعات
- ارتفاع اسعار المواد الخام المستخدمه و التي يتم استيرادها من الخارج و التي تنعكس علي سعر السلعه مما ينعكس علي سعر السلعه فيفقدوا ميزاتها التنافسيه
- ج-عدم توافر الأيدي المدربه و يرجع هذا لعدد من الأسباب منها
- غياب للثقافه الخاصه بأهميه المشروعات الصغيره و المتوسطه
- قصور البرامج التعليميه.
- د - تعدد الهيئات و تضارب القوانين .

و - صعوبة اكتساب الصنفه الرسميه و كذلك صعوبه الإجراءات الحكوميه

- ع-غياب التكامل الاقتصادي بين تلك المشروعات و المشروعات الكبيره حيث أن معظم تلك المشروعات مشروعات استهلاكيه و ليست أنتاجيه تساهم في الأضافه الي اللقيمه المضافه في المجتمع.

ف - الصعوبات التمويلية

- وهي تعتبر من أهم المعوقات التي تواجه تلك المشروعات وخاصه بعد الأزمه الاقتصادية العالميه.

- في بدايه الحديث يجب التطرق الي المراحل التي يمر بها المشروع فيوجد لدينا ٣ مراحل أساسيه في كل مرحله منها: يختلف نظام التمويل وهذه المراحل تختلف باختلاف المشروع ذاته .

- ١-المرحلة الأولى طور التأسيس ويكون في العاده من رأس المال خاص بصاحب المشروع
 - ٢- المرحلة الثانيه: طور النمو الأولي ويتم التمويل فيه من الارباح للمحققه
 - ٣-المرحلة الثالثه: وهو طور النمو المتسارع ويكون من الاقتراض من المصارف
- وعند الحديث عن تمويل تلك المشروعات فأننا نتحدث عن الطريقه التي يتم عياده بها التمويل وهو الاقتراض بالنسبه للمشروعات الكبيره لا تعتبر عمليه الاقتراض بالنسبه لها بالغه للصعوبه لأنها عندما تقوم بالاقتراض يكون لديها الضمانات الكافيه مثل اسم الشركه و سمعتها وكذلك وجود كشوف محاسبيه لها يمكن علي أساسها اخذ قرار القرض من عدمه من الجهه المختصة بالتمويل.

٣- أهم المعوقات التمويلية التي تواجه المشروعات الصغيرة و المتوسطة

- ١- تدني الضمانات التي تقدمها تلك المشروعات
- ٢- محدودية الثقافة المصرفية لأصحاب المشروعات لأهميه وطبيعة المشروعات الصغيره والمتوسطه
- ٣- ارتفاع أسعار الفائدة علي القروض
- ٤- التشديد في شروط الأقرض وخاصة بعد الأزمة العالميه
- ٥- ضعف الهياكل التمويلية لتلك المشروعات
- ٦- عدم وجود دراسات جدوي لتلك المشروعات و التي تعطي لصاحب المشروع الرؤية للأرباح و التكاليف التي سوف يحصل عليها المشروع و يتكبدها خلال عمره الإنتاجي وصيغ التمويل التي سوف يحتاجها هذا المشروع
- ٧- عدم انتظام أمساك الدفاتر التجاريه لتلك المشاريع

ثالثاً: بورصة النيل

أولاً: ماهي بورصة النيل

أنشأت بورصة النيل في شهر أكتوبر ٢٠٠٧ - وهي سوق داخل البورصة المصريه مخصصه للقيد الشركات الماليه الصغيره و المتوسطة لتوفير التمويل اللازم لها للتوسع والنمو و لرفع الكفاءه التصديريه لهذه الشركات وتوفير المزيد من فرص العمل وذلك في إطار يجمع بين المرونة في قيد الشركات الواعده مع توفير الحماية لحقوق كل من الشركات المقيدة والمستثمرين.

- تعتبر بورصة النيل هي أول سوق في منطقة الشرق الأوسط وشمال أفريقيا للشركات المتوسطة والصغيرة، حيث ستوفر بورصة النيل فرص التمويل والنمو للشركات ذات الإمكانيات الواعده من كافة القطاعات ومن كافة دول المنطقة بما في ذلك الشركات العائليه

ثانياً: مميزات بورصة النيل

- ١- توفير التمويل للمشروعات الصغيره و المتوسطة.
- ٢- توفير دخول مستثمرين جدد في الشركات المقيدة.
- ٣- توفير أماكنه دمج تلك الشركات بالكيانات الاقتصادية الكبيره وهذا يعطيها قدر أكبر من قدره التنافسيه
- ٤- لديها درجه عاليه من الشفافيه من خلال شروط القيد والأفصاح
- ٥- تحديد قيمه عادله للشركه من خلال القيمه السوقيه للسهم في البورصة
- ٦- كفاءه الإدارة في الشركه والتي تفرضها عليها البورصة من خلال شروط الأفصاح والقيد.

وتري الورقه :

- إذا كان الهدف من بورصة النيل هو التمويل ألا انه من الواضح أن هذ الهدف لم بكل يأتي ثماره بعد وقد وضع ذلك من خلال عدد الشركات التي تم قيده في هذه البورصة حيث بلغ الأجمالي عدد الشركات المقيدة ١٠ شركات فقط وهما ما تنطبق عليهم شروط القيد ويعتبر هذا

العدد صغير جداً بالنسبة إلى عدد تلك المشروعات.

- ولعل أبرز المعوقات التي لم تجعل بورصة النيل تؤدي كل ثمارها حتى الآن ويرجع في الأساس إلى الأسباب التمويلية السالفة الذكر بالإضافة إلى الحدود المالية التي وضعتها هيئة سوق المال وهو ٢٥ مليون جنيه وهو يختلف عن ذلك الحد الذي وضعه القانون الصادر عن مجلس الشعب .

ثالثاً: الحلول التمويلية المقترحة

١- إعفاء البنوك التي تعمل في مجال أقراض المشروعات الصغيرة والمتوسطة من الضرائب و بالتالي سوف يؤثر ذلك تبعاً على أسعار الفائدة على الإقراض.

٢- تدخل الحكومة بالإعفاءات الضريبية لمدة زمنية طويلة لتلك المشروعات على مستلزمات الإنتاج التي يتم شرائها من الخارج وكذلك من الضرائب التي تفرض على صادرات تلك المشروعات مما يعني انخفاض أسعارها وإعطائها ميزة تنافسية

٣- التوسع في إنشاء شركات ضمان مخاطر الائتمان المصرفي للمشروعات الصغيرة مثل التي أنشأت من قبل .

ماهي شركات ضمان المخاطر :

شركة مساهمة عامة، طبقاً لقانون الشركات المصرية رقم (١٥٩)

لسنة ١٩٨١، بمساهمة من تسعة بنوك مصرية وذات ملكية مشتركة

وشركة تأمين، وكان ذلك في عام ١٩٩١. وتهدف الشركة إلى تشجيع

وت تنمية المشروعات الصغيرة في مختلف المجالات الإنتاجية والخدمية وتطويرها من خلال تيسير حصول تلك المشروعات على الائتمان المصرفي اللازم لإقامة المشروع، أولتطوير أدائه، أوتيسير مزاو لته للنشاط، وذلك كله من خلال توفير الضمان للأموال الممنوحة من قبل البنوك، وتمارس الشركة عملها من خلال اتفاقية تم توقيعها مع اثنتين وثلاثين بنكاً في مصر.

وتقوم الشركة بتغطية ما نسبته ٥٠% من قيمة التمويل المطلوب، على أن يكون الحد الأدنى لقيمة الضمان للمنشأة الواحدة ١٠ آلاف جنيه والحد الأقصى ٧٠٠ ألف جنيه مصري، وعليه، يمكن للمنشأة أن تحصل على تمويل يتراوح ما بين ٢٠ ألفاً إلى ما مقداره ١,٤ مليون جنيه، وتبلغ مدة الضمان ما بين ستة أشهر وخمس سنوات كحد أقصى ويجوز مدها، كما يجوز أن تكون هناك فترة سماح. وتتقاضى الشركة ١% سنوياً من رصيد القرض أو التسهيل كمصروفات إدارية. وتقدم الشركة أنواعاً مختلفة من الضمانات تتمثل في ضمانات الأطباء والصيادلة والمراكز الطبية ومعامل التحليل، وقروض الصندوق الاجتماعي، إضافة إلى عدد آخر من النشاطات المختلفة. وقد تمكن برنامج ضمان مخاطر القروض المنفذ في هذه الشركة من تحقيق نتائج كبيرة خلال السنوات الخمس الأولى من عمله، حيث تمكن من توفير تمويل قيمته ٦٩٧ مليون جنيه، ضمنت الشركة منها ٣٣٥ مليون جنيه، ومتوسط قيمة القرض الواحد ١٤٣ ألف جنيه للمشروعات الصغيرة والمتوسطة. وتقضي السياسة المتبعة حالياً في الشركة عدم الموافقة على ضمان أي مشروع ما لم يكن ممولاً ذاتياً بنسبة ٣٠% إلى ٥٠% من قيمة الاستثمار الكلية.

- ٤- عمل حصر شامل لكل محافظه لما يوجد بها من مشروعات و التمويل الازم لها و المخصصات الماديه المتوافره لكل محافظه و كذلك عمل خرائط أستثماريه قائمه علي الميزات النسبيه لكل محافظه ثم عمل صندوق يتم التعاون فيه من قبل البنوك و الحكومه و اصحاب تلك المشاريع ثم عمل به وديعه او اخاله في احد صناديق الأستثمار و يكون العائد منه مخصص لتغطيه مخاطر تلك المشروعات في حاله التعثر عن السداد.
- ٥- أنشاء البنوك الصناعيه المتخصصه ويكون الهدف الأساسي من أنشائها هو الأهتمام و التمويل بتلك المشروعات مثل بنك التتميه الصناعيه .

وثري الورقه

١- بالنسبه لصندوق مخاطر الائتمان له عدد من المميزات و الأهداف منها :

- (١) تغطية جزء من الخسائر الناجمة عن أي حالة تعثر للعميل المقترض، الذي لا يتمكن من السداد، وفي مثل هذه الحالة فإن هذه البرامج تعمل على تشجيع البنوك والمؤسسات المالية على إقراض أصحاب هذه المشروعات.
- (٢) تعمل هذه البرامج على توفير الضمانات للبنوك والمؤسسات المالية، لتمويل الموجودات الثابتة، ومنها ما يوجه لتمويل رأس المال العامل، ويختلف هذا الوضع من دولة لأخرى، علماً بأن بعض الدول تضمن برامج الضمان فيها توفير الائتمان للأصول والموجودات الثابتة وتمويل رأس المال العامل معاً.
- (٣) تقوم هذه البرامج على اقتسام المخاطر فيها بين البنك أو المؤسسة المالية ومؤسسة الضمان، حيث تعمل على توفير الضمان للمشروعات ذات الجدوى الاقتصادية، التي لا يقدر أصحابها على الحصول على التمويل نظراً لعدم قدرتهم على توفير الضمانات اللازمة للحصول عليه.
- (٤) تعمل هذه البرامج على تخفيف متطلبات البنوك والمؤسسات المالية المقدمة للقروض من متطلبات توفير الضمانات من قبل المقترض صاحب المشروع الصغير، الذي يكون غالباً عاجزاً عن توفير هذه الضمانات التي تكون غالباً تقليدية.

رابعاً : المشروعات الصغيره بعد الأزمه الأقتصاديه العالميه :

فكره المشروعات الصغيره والمتوسطه كما ذكرنا من قبل هي ليست وليده العصر أو وليدة الأزمه الأقتصاديه العالميه و إنما هي موجوده من السبعينات في القرن الماضي وقد أثبتت المشروعات الصغيره و المتوسطه قدرتها علي التكيف مع جميع الظروف الأقتصاديه ولاسيما في فترات الركود الأقتصادي وذلك لعدة أسباب من أهمها :

- ١- أنها غير متمركزه في مكان واحد بل أنها منتشرة في أنحاء الدوله
- ٢- قدرتها علي توليد قيمه مضافه و التقليل من تكاليفها الأستثماريه علي عكس المنشآت الكبيره التي تحتاج مدد زمنيه أطول للتكيف و التعديل من أستثماراتها
- ٣- بعدها عن أسباب الازمات الأقتصاديه.
- ٤- تتميز بالمرونه وقدرتها علي أعاده الهيكله .

أما مع حدوث الأزمة الاقتصادية العالمية تشير الكثير من الدراسات البحثية الى أن المشروعات الصغيرة هي أول الحلول التي يمكن من خلالها الخروج من تلك الأزمة ولكن لابد من تغيير الأنظمة المصرفية و التي كانت اول من تضررت من الأزمة العالمية وتغير الهيكل التمويلي المتبع وضروره التدخل و التعاون بين القطاع الخاص و العام للنهوض بتلك المشروعات .

ورغم ان يوجد اقتصاديون اقروا بضعف النظام المصرفي مصرمع التشديد في حدود و شروط الأقرض الا لايمنع وجود بعض التدابير التي بدأت تتأخذ في هذا المجال منها :

١- بالنسبة للبنوك : قيام البنوك بإنشاء ادارات متخصصة مثل ادارات الاموال، مخاطر الائتمان بالاضافة الى ما شهدته في عدم تركيز قرارات الائتمان في يد اشخاص وتحويلها الى ادارات متخصصة في هذا الامر .

بالنسبة للمشروعات الصغيرة و المتوسطة 2-

فيوجد بعض البنوك التي قامت بالفعل بإنشاء أدرات لهذا القطاع ومنها البنك الأهلي الذي قام بإنشاء مؤخرا ١٣ ادارة متخصصة في تمويل وتسويق المشروعات الصغيرة والمتوسطة، بالاضافة الى تدريب العاملين على هذا التخصص ورصد ميزانية كبيرة لهذه الادارات من خلال تهيئة الفروع على كيفية التعامل في تمويل هذا القطاع الحيوى .

اما بالنسبة للهيئة الاستثمار فسوف يتم انشاء صندوق لدعم تلك المشروعات تابع لهيئة الاستثمار رأسماله مليار جنيه ويتم تمويله بالتعاون بين القطاعين العام والخاص .

تقويم أثر المضاربة على دور بورصات الأوراق المالية

في خدمة الاقتصاد الوطني

إعداد

الأستاذ الدكتور/ السيد عبد المعطى الطيبي

تجدر التفرة أساساً بين المضاربة من أنه تعظيم دور البورصات في خدمة الاقتصاد الوطني، طالما كان ذلك في إطار الحدود المعقولة والمقبولة، وبحيث لا يترتب عليه ارتفاع أو انخفاض غير طبيعي في أسعار الأوراق المالية المتداولة. أن المضاربة النافعة التي تعمل على تنظيم العرض والطلب في السوق، وبالتالي فإنه لازم لحياء البورصات.

أما النوع الثاني من المضاربة فإنه يترجم في شكل الممارسات السيئة وغير المسموح بها. طبقاً لنظم تشغيل الاسواق. أنه المضاربة الضارة والمبالغ فيها والتي يجب ضبطها من خلال التطبيق الحازم والسريع للنصوص التشريعية التي تنظم سير أعمال السوق والرقابة عليه. ذلك بهدف عزل حركة المضاربة الضارة أو غير الاقتصادية عن الاتجاهات الاستثمارية السليمة.

وذا نختتم سلسلة دراستنا لهذا الموضوع بهذا الجزء فإنه يكون من المناسب ان نتناوله في عنصرين: الأول - تقويم أثر المضاربة الاقتصادية على دور بورصات الأوراق المالية في خدمة الاقتصاد الوطني. الثاني - نظام التشغيل السليم للسوق كأسلوب لمعالجة المضاربة الضارة أو غير الاقتصادية.

أولاً: تقويم أثر المضاربة الاقتصادية على دور بورصات الأوراق المالية في خدمة

الاقتصاد القومي:

وذلك بتناول الجوانب الايجابية للمضاربة الاقتصادية والجوانب السلبية التي يمكن ان تتسبب اليها تمهيدا لاستعراض اساليب معالجتها ..

١- الجوانب الايجابية للمضاربة الاقتصادية

لاشك انه لو تركت مجموعة الرغبات والتوقعات من جانب حملة الورقة وراغبى شرائها امام بعضها - البعض - في سوق حرة - فان سعر الورقة يمكن ان يتحدد تلقائياً، تبعاً لظروف العرض والطلب.

لكن اختلاف الدوافع لدى الفئات الأربع للمتعاملين (المضاربون المحترفون - المتأملون - المضاربون الهواه - المستثمرون) وتغير هذه الدوافع تبعاً لتغير العوامل الأساسية والفنية المؤثرة على اتجاهات السوق من شأنه ان يجعل هذا امراً مستبعد الحدوث.

كذلك لو كان كل المتعاملين في السوق من المضاربين المحترفين، لكان هناك ثبات نسبي في الاسعار، حيث يكون التنبؤ الدقيق هو أساس اتخاذ القرارات في مجال تخطيط هؤلاء المحترفين لعملياتهم المالية في السوق.

فالمضارب بالصعود يساعد على تنشيط السوق , اذا ما تعرض للركود . والمضارب بالنزول لا يقل عنه اهمية فهو الذى يوازن السعر بتدخله بالبيع ووقوفه اما المضارب بالصعود , ويمنع من تدهور الاسعار , وهو بذلك يعد عنصرا من عناصر الثبات المقبل للسوق . ومن هنا , فان المضارب المحترف يحقق صالحه وصالح الاقتصاد القومى فى ان واحد . ولا غرور فى ذلك فالمضاربة الاقتصادية مزايها , والتي من اهمها انها تعمل على توازن الاسعار فى الزمان والمكان كما انها وسيلة للتحوط hedging فضلا عن انها تفضى الى اشراك عدد من المتعاملين فى المكسب والخسارة .

٢ - الجوانب السلبية التى تنسب الى المضاربة الاقتصادية :

نؤكد فى البداية على ان كل من كان اساس عمله التنبؤ فهو مضارب , ولو لم يصل الى ما يحقق رغبته . وبالتالي فان فشل المحترف فى التنبؤ عند قيامه بالتخطيط لعملياته فى السوق , لا يغير من طبيعة عملية المضاربة الاقتصادية التى يهتم بالتخطيط لها . اذ يحدث احيانا ما يؤدى الى عدم تحقيق توقعات المحترف , نتيجة للعوامل الاساسية التى تنشأ خارج السوق وتؤثر على اتجاهاته , او نتيجة للعوامل الفنية التى تنشأ داخل السوق وتزيد من حدة تقلباته

هذا , ويمكن ارجاع الآثار السلبية التى تنسب للمضاربة الاقتصادية الى عاملين : **الاول :** انه حينما تمتزج الفئات الأربع للمتعاملين فى سوق واقعية , فانه تحدث التقلبات فى الاسعار , وتتحدد درجة ومدى هذه التقلبات تبعا لمدى قوة كل فئة من فئات المتعاملين وسرعة حركتها .

الثانى : انه لما كان المحترف هو اول من يتحرك فى الشراء او البيع ويأتى بعد ذلك الاقل احترافا , فان الجمهور يتبع المحترفين . وعلى ذلك فانه اذا فشل تنبؤ المحترفين , فان السوق يشهد تقلبات عنيفة فى الاسعار .

ومن هنا فان حكم الجمهور فى مثل هذه الحالات على المضارب المحترف , بأنه يضر بالسوق , يكون على أساس , وعلى غير معرفة بحقيقة عمليات البورصات باغفاله لمزايا المضاربة الاقتصادية وتجسيده لآثارها السلبية .

٣ - اساليب معالجة المضاربة الاقتصادية : " المضاربة بين التحريم والتنظيم " :

ليست كل مضاربة امر مرفوض وبالتالي فانه اذا كانت المضاربة الضارة او غير الاقتصادية امرا مرفوضا فان المضاربة الاقتصادية التى تعمل على تنظيم العرض والطلب فى السوق تعتبر امرا مقبولا بل ان هذا النوع من المضاربة يعد لازما لحياء البورصات .

ونتيجة ذلك فقد اختلفت الاراء حول اساليب معالجة الآثار السلبية التى تنسب الى المضاربة الاقتصادية فبينما نجد ان هناك اراء تنادى بتحريمها , فان هناك اراء اخرى تنادى بتنظيمها , ابقاء على مالمضاربة الاقتصادية من مزايا .

الاراء المنادية بتحريم المضاربة :

تركز هذه الاراء على تحريم العمليات الاجلة على وجه العموم والابقاء على العمليات العاجلة

فقط .

ويتضح عدم صحة الأساس التي تستند إليه هذه الآراء من ان السوق الأجلة ليست هى المجال الوحيد للمضاربة ، بل أن المضاربة قد تجد لها مجالا أوسع فى البورصة العاجلة ، ومن الأمثلة البارزة على ذلك بورصة نيويورك .

أضف إلى ما تقدم ، ما كشفت عنه تجربة ألمانيا فى مجال تحريم المضاربة فى السوق الأجلة . ففي عام ١٨٩٦ صدر القانون المانع لعقود الأجل فى القمح والدقيق ، وسائر المحصولات الزراعية ... وكان الغرض من القانون القضاء على المضاربات فى بورصة البضائع . لكن الذى حدث آنذاك هو انعدام الضابط للأسعار فى البورصة العاجلة . وهكذا تقلبت الأسعار بعنف ارتفاعا وانخفاضا ، حيث اتخذت المضاربة مكانا لها فى البورصة العاجلة . وانتهت العاصفة بأن الغى المشروع الألمانى هذا القانون بقانون آخر فى عام ١٩٠٨ .

ومن واقع ما اسفرت عنه التجربة السابقة من عدم سلامة الآراء المنادية بتحريم العمليات الأجلة ، ظهرت آراء أخرى تنادى بقصر التحريم على العمليات الأجلة التى تنتهى بفروق الأسعار . لكن الأخذ بهذا رأى إذا أصاب المضاربة السيئة ، فإنه يصيب المضاربة الحسنة ، ويقضى على مالها من مزايا اقتصادية . لذلك فإنه من العسير معالجة مساوى المضاربة الاقتصادية بتحريمها كليا أو جزئيا .

هذا ، ويجد المطلع على التطورات المستجدة فى أسواق الأوراق المالية العديد من الصور الفنية للعمليات المالية التى تقوم أساسا على المضاربة الاقتصادية . ومن بين هذه الصور حق خيار الشراء (Options)^(١) .

فقد بدأ تداول حقوق الشراء هذه فى بورصة لندن الدولية للعمليات المالية الأجلة وسوق الأسهم فى لندن عام ١٩٨٥ . كذلك طرحت أسواق السندات الدولية أدوات مماثلة لحقوق الشراء مثل السندات القابلة للتحويل وضمائنات الأسهم التى تعطى للمستثمر حق خيار شراء السندات بسعر محدد مسبقا . كما أن السندات ذات السعر العائم والتى يتم تحديد الحد الأعلى لقيمة كوبوناتها تعتبر فى حد ذاتها حق خيار شراء سعر فائدة ، ولكن بأجل استحقاق أطول من تلك التى يجرى التعامل بها فى الأسواق المالية .

وإذا كانت المضاربة الاقتصادية تشهد تطورا فى صورها الفنية بهدف تمكين المتعاملين من الاستفادة من مزاياها ، فإن سجل المضاربة غير الاقتصادية حافل وشامل فى مجال التجديد والابتكار . فالوسائل التى استنبطها المضاربون فى هذا المجال لا تقع تحت حصر ، مما يستوجب ضرورة البحث عن الأساليب المناسبة لعلاجها .

(١) وهذا يعطى المالك حق ، دون الالتزام بشراء أو بيع (مستقبلا) أداء مالية بسعر محدد مسبقا ، خلال فترة محددة . ونظرا إلى أن مالكي حق خيار الشراء غير ملزمين بشراء أو بيع الموجودات ذات العلاقة ، فإنه يمكنهم الاستفادة من تحركات الأسعار التى تكون فى صالحهم . وإذا لم تكن الأسعار مواتية فإن خسارتهم ستحصر فى الرسم الذى يدفعونه لشراء حق الخيار هذا .

ب) الآراء المنادية بتنظيم المضاربة :

بالنظر إلى امتزاج الفئات الأربعة للمتعاملين في السوق فإن مختلف الطرائق التي يستخدمها هؤلاء المتعاملين تفضي إلى حدوث تقلبات في الأسعار . ويصبح من الضروري العمل على تجنب الاتجاهات الاستثمارية السليمة (المبنية على أساس التنبؤ الدقيق سواء من جانب المحترف أو المستثمر) مساوي المضاربة الضارة ، والمبالغ فيها . وهو الأمر الذي لا يتأتى سوى بضبط هذه المضاربة من خلال الإشراف الفعال على سير أعمال البورصة والرقابة المستمرة عليها . وذلك في إطار تنظيم متكامل تسانده النصوص التشريعية اللازمة .

إن هذا هو جوهر الآراء المنادية بعلاج المضاربة الضارة عن طريق التقيد بأسلوب السوق المنظمة والكاملة .

أما عن محتوى الأسلوب الذي تقترحه هذه الآراء ، فإنه يتمثل في التمسك بالمفهوم السليم لنظام تشغيل البورصات في التطبيق العملي .

ثانيا : نظام التشغيل السليم للسوق كأسلوب لمعالجة المضاربة الضارة أو غير الاقتصادية : يمكن استعراض هذا المفهوم في العبارات الآتية :

أن يتم التداول في الأوراق المالية المقبولة للتداول والمقيدة في السوق ، داخل قاعته ، عن طريق الوسطاء المرخص لهم العمل في السوق . ذلك طبقا لطريقة التداول المختارة ، مع الالتزام ، كلما كان ذلك ضروريا ، بوحدة للتداول ، وبوحدات لتغير الأسعار ، والتي تحددها الهيئة المشرفة على السوق . على أن تتولى هذه الهيئة الإعلان عن الصفقات والكميات التي تم تداولها في كل من الأوراق المالية المقبولة للتداول ، وغير ذلك من المعلومات والبيانات التي تراها ضرورية لصالح المتعاملين.

ومن ذلك نجد أن نظام التشغيل السليم يستند إلى أربعة أركان هي : قاعة التداول - الوسطاء - طريقة التداول - الهيئة المشرفة على السوق ، وهو ما يتم تناوله بالتفصيل :

١ - قاعة التداول:

وهي المكان النخصص للتداول ، وهناك أكثر من بديل في هذا المجال، ومن البدائل التي كانت مناسبة ثم شملها التطوير ، نظام القاعة الواحدة للتداول.

ويقتصر هذا النظام على قاعة واحدة للمتاجرة ومن أهم مزاياها توفير الفرصة الكافية لسلامة عمليات التداول. فأسعار الاسهم الناتجة من عمليات التداول في ظل هذا النظام تمثل أسعار التوازن (equilibrium prices). حيث يكون كامل العرض وكامل الطلب لسهم ما في لحظة ما ، ممثلا في أية عملية تداول بالسوق.

ورغم مزايا هذا النظام، فإنه وجد أن ثغرة خطيرة تشويه. وتتمثل هذه الثغرة في أن المعلومات يمكن اكتشاف وقائع المتاجرة غير المسموح بها بعد اتمام الصفقة. لذلك فقد تم تطوير هذا النظام بحيث أصبح نظام التداول ممثلا في نظام الكتروني متكامل للتداول والمعلومات.

Integrateg computer – based terminal traging & market information system.

ويتكفل هذا النظام بضبط الثغرات السابقة بشكل دقيق وسريع وفي زمن قياسي. وذلك من خلال البرامج المسبقة، مما يسهل مهمة التتبع الفوري لعمليات المتاجرة في الأوراق المالية بكافة دقائقها، من حيث حجم التعامل، وتطور الاسعار، وغيرها من المعلومات الأخرى.

وحيث يرتبط بهذا النظام كافة الوسطاء الذين يقومون بعملية التداول، فإنه يساعد على ضبط الممارسات غير المسموح بها ، وإيقاف المتاجرة في حالة وجود شك في ورقة معينة الى ان يتم التأكد من سلامة الصفقة . وبالتالي يسهل إتباع هذا النظام من مهمه تطبيق قوانين ولوائح السوق

٢- الوسطاء المرخص لهم بالعمل في السوق :

وهم الذين يقومون بتنفيذ أوامر عملائهم في بيع أو شراء الأوراق المالية بالسوق . وهناك خمسة مجالات لعمل الوسيط : وسيط بالعمولة - صانع الأسواق - مغطى الإصدار الأوراق المالية - بائع أو مروج للإصدارات - مستشار مالي للإستثمار في الأوراق المالية . لكن الأكثر توافقاً مع متطلبات نظام التشغيل السليم هو مجال الوساطة بالعمولة ، بينما الأشد خطورة على نظام التشغيل هو مجال صانع الأسواق (Market Maker) حيث في هذه الحالة ن يسمح للوسيط إلى جانب قيادة أعمال الوساطة ، بأن يأخذ مراكز في السوق لحسابه ، بمعنى أن يشتري ويبيع لصالح محفظته .

وحيث تسمح بذلك نظم تشغيل بعض البورصات للوسيط ، فذلك بحجة أن قيامه بمهمه صانع الأسواق تضيف على السوق نشاطاً وإستمرارية ، وتؤمن للمستثمر السيولة . لكن هذه الحجة تحتاج إلى مناقشة ، إذ لايمكن التسليم بصحتها تماماً ، وفي كل الحالات . فقد وجدنا ، وعن قرب في بورصات دول وسط وغرب أوروبا ، كيف يعمل الوسطاء كصانعي أسواق . ومن خلال دراسة ميدانية تم استبيان الكثير من الجوانب السلبية لدور الوسيط في هذه الحالة . لذلك يكون الأجدر عند الأخذ بنظم التشغيل السليمة للأسواق التنبه إلى هذه الناحية - باستبعاد وبتحريم هذا المجال على الوسطاء - خاصة بالنسبة للدول النامية . فإذا كانت معظم نظم التشغيل تحرم على الوسيط الشراء أو البيع لحسابه أو لحساب أقربائه حتى الدرجة الأولى - وذلك على أحسن الفروض فمن باب أولى تحريم وظيفة صانع الأسواق على الوسيط .

٣- طريقة التداول :

وهناك طريقتان للتداول :

تم تداولها في كل من الأوراق المالية المقبولة للتداول ، وغير ذلك من المعلومات والبيانات التي تراها ضرورية لصالح المتعاملين.

ومن ذلك نجد ان نظام التشغيل السليم يستند الى اربعة اركان هي: قاعة التداول- الوسطاء - طريقة التداول - الهيئة المشرفة على السوق ، وهو ما يتم تناوله بالتحليل:

الأولى: طريقة المفاوضة (Negotiation) أي إعلان أسعار العرض وأسعار الطلب لكل وسيط والتفاوض للوصول الى صفقة وقد تمكن هذه الطريقة من إعطاء الفرصة لتحديد السعر العادل

الثانية: طريقة المزاد العلني (Auctioning) وقد تمكن هذه الطريقة من الوصول الى

احسن الاسعار بالنسبة للبائع (أعلى سعر طلب) وللمشتري أدنى سعر .
هذا، ويتم الاعلان عن الاسعار علنا، وينتهى التداول - أيا كانت طريقته - الى عقد العملية المالية التي يتحتم تسويتها بالتسليم والتسلم الفعلى وتظهر هذه العمليات ضمن حجم التداول وبالتالي فانه كلما زادت عمليات المضاربة الضارة بامل تعاظم فرص الكسب السريع فى الأجل القصير كلما زاد حجم التداول وسرعته وكان ذلك مؤشرا لاحتمالات تقلبان عنيفة فى أسعار السوق ومن هنا يجب على إدارة السوق أن تقوم بتحليل اتجاهات حجم التداول بالسوق بالنسبة للبيوع ايا كان نوعها (عاجلة أم أجله)

وقد تستعين ادارة السوق ببعض الاساليب التنظيمية (ان لم تكن توجد فى قانون السوق) لتنظيم المضاربة فى السوق الاجلة ومن ذلك ما يلى:

الأسلوب الاول - تحديد حد أدنى لوحدة التداول (وهو الحد الأدنى لعدد الاسهم الواجب لعقد الصفقة) وتحديد هذا الحد بعدد مرتفع من الاسهم الواجب التعامل عليها من شأنه أن يبتعد ع المضاربة فى البورصة الاجلة كل من لا يجد نفسة القدرة على تحمل هذه النتائج وتلك هى صور تنظيم المضاربة لابعاد غير المختصين عن هذا الميدان.

٤- الهيئة المشرفة على سوق "إدارة السوق"

وهى محور نظام التشغيل السليم فهى تقوم على تطبيق قوانين السوق التى تنظم الامور المتعلقة بالاركان الثلاثة للنظام والسابق شرحها والتى تبين منها بعض مهام هذه الهيئة ومن أهم المهام الاخرى للهيئة ما يلى:

(أ) الرقابة على السوق الاولى:

وفى ذلك بالزام كل شركة جديدة تطرح اسهمه للاكتتاب العام بإصدار "تشرة إصدار" ومن شأن ذلك تضيق الخناق على شركات وهمية التى تظهر وتختفى بسرعة بعد سحب أموال الجمهور ذلك (القيد بالجدول المؤقت للأسعار) حماية للمستثمرين فيها الى حين قيدها بالجدول الرسمى للأسعار طبقا للشروط الخاصة بالقبول والادراج بالجدول الرسمى

(ب) وضع متطلبات الإفصاح:

عن تداول الاشخاص من الداخل لاسهم شركاتهم بوضع القيود المناسبة بالنسبة للمؤسسين مثل حظر تداول أسهم المؤسسين قبل مدة معينة أو حين إعلان نتائج مرضية عن الشركة لمدة معينة الى غير ذلك من القيود الاخرى

(ج) الرقابة على السوق الثانوى:

من خلال نشر واشهار البيانات لمالية للشركات المقيدة بالجدول الرسمى بحيث تعد الشركة بيانات واضحة عن نشاطها مبنية على اسس مقبولة ومتعارف عليها لتعكس أوضاعها بشكل سليم.

وهذه المتطلبات هى إحدى مهمات المحاسبة والتدقيق الاساسية فالمحاسبة تحدد الاهداف وتضع الاسس المناسبة بينما التدقيق يمنح الثقة فى البيانات المالية التى تعدها الادارة وذلك بفحصها وفحص المستندات المؤيدة لها فحسباً دقيقاً يساعد فى إعطاء رأى مهنى حولها . كذلك

فان توفير هذه المعلومات يساعد المستثمرين فى الاوراق المالية من المعلومات للوصول الى قائمة موحدة من الاسس والمعايير والمقاييس المحاسبية التى يجب اتباعها عند اعداد البيانات المالية للشركات وتدقيق تلك البيانات الامر الذى يتطلب تحقيق التفاهم بين معدى البيانات المالية ومدققيها والمحللين الماليين حول المفاهيم والاسس والفرضيات التى تتطوى عليها عملية اعداد هذه البيانات.

كذلك يجب أن تتخذ إدارة السوق إجراء المناسب لإزاء أى تحفظ مهم فى تقرير الحاسبات حول البيانات المالية للشركة المساهمة لتحرى أسباب هذا التحفظ وإزالة أسبابه.

د) تطبيق قوانين السوق:

ومن هنا تبدو ضرورة أن يواكب التطور الذى يحدث فى نمو السوق بتطور مماثل فى التشريعات والقوانين التى تحكمه أو على الأقل يكون هناك تشديد أو صرامه فى تطبيق القوانين الموضوعية وعلى الاخص بالنسبة لاجداث المجالس التأديبية وفرض العقوبات.

وأيا كانت طريقة تنظيم السوق فان مهمة الهيئة المشرفة على السوق من خلال قوانينه ولوائحها هى تحقيق السوق المنظمة التى تضمن تجنب التقلبات الكبيرة وغير المعقولة فى سعر السهم من صفقة الى أخرى وكذلك تجنب التحركات الكبيرة وغير المعقولة فى سعر السهم من صفقة الى أخرى وكذلك تجنب التحركات الكبيرة فى المستوى العام لاسعار الاسهم التى لا يآزرها حجم تداول مناسب من أجل تحقيق هذه المهام فان على مراقب السوق ان يتواجد فى قاعة التداول بصفة مستمرة خلال جلسات السوق وان يقوم باخطار مدير السوق بلمعاملات التى يثور النزاع بشأنها أو تكون غير مسموح بها إذا نجحت الهيئة المشرفية فى هذه المهمة فانه سوف تتحقق السوق العادلة التى لا توجد فيها الفرص للغش والتلاعب بالاسعار واستغلال المعلومات .

وعلى الرغم من الاخذ بمبدأ التنظيم الذاتى لسوق الاوراق المالية بواسطة الهيئة المشرفة على السوق إلا أن ذلك يحب أن يسير جنباً إلى جنب مع إشراف الحكومة الذى يمارسه مراقب السوق " مندوب الحكومة فى السوق " وذلك الى جانب الاشراف الذى يمارسه هيئة عامة لسوق المال بالدولة للتأكد من حسن قيام السوق بوظائفه لتحقيق الهدف العريض لسوق الاوراق المالية كأحد مكونات سوق المال بالدولة.

مراجع الدراسة

- د. أحمد فؤاد شريف الاطار العام للخطة الاستثمارية اغرفة النقابية لسماسرة بورصة الاوراق المالية بالاسكندرية ١٩٥٨ م
- د. جميل أحمد توفيق، تخطيط الاستثمار فى المؤسسات المالية الغرفة النقابية لسماسرة بورصة الاوراق المالية بالاسكندرية ١٩٨٥ م .
- د. جميل أحمد توفيق الاستثمار وتحليل الاوراق المالية دار المعارف بمصر ١٩٦٣ م
- د.مقبل جمعى الاسواق والبورصات دار المعارف ١٩٥٤م
- د.صلاح الدين الصيرفى سوق الاوراق المالية كجزء من لجهاز الاقتصادى، الغرفة

- النقابية لسماسرة بورصة الاوراق اللية بالاسكندرية ١٩٨٥م
- جوزيف ماكلافن الادارة والرقابة فى بعض البورصات العلمية مجلة النشرة الاقتصادية ادارة البحوث الاقتصادية وزارة المالية بالكويت السنة السابعة ١٩٨٣م
 - أسواق الاوراق المالية فى البلاد العربية تنظيمها أدواتها وأوضاع التعامل فيها المؤسسة العربية لضمان الاستثار ١٩٨٥م
 - مجلة البورصات العربية، الاتحاد العربى للبورصات العربية، العدد الثالث، أيلول (سبتمبر) ١٩٨٥م
- المؤتمر الدولي لتمنية أسواق المال القاهرة ١٧ - ١٩ مايو ١٩٨٣ م
- المستشار محمود فهمى استراتيجية تنمية سوق المال فى مصر ودور الهيئة العامة لسوق المال.
- مؤتمر الجمعية المصرية للإدارة المالية (بالاشتراك مع البنك الاهلى المصرى)،
- القاهرة ٤ - ٥ مارس ١٩٨١ م

المستشار محمود فهمى ، أسواق المال ورأس المال.

- La Bourse De Bruxelles, Plan General, 1960
- La Bourse De Bruxells, Reglement de Bourse de fonds et de change, 1956
- American Stock Exchange Inc>, Constitution and Rules, june, 1981
- Tokyo Stock Exchange, Listing of Securities Regulations, 1975
- What Every Investor Should know, A Handbook of the U.S. Securities and Exchange Commission, August, 1982.

بحث بعنوان

الاستخدامات المعلوماتية المستخدمة

لدعم الاستثمار في الأسهم المالية

Informatics uses that is used for supporting financial stocks investment

من إعداد

الدكتورة/ مها محمود طلعت مصطفى

مدرس بقسم الحاسب الآلي ونظم المعلومات بكلية السادات

المستخلص

تناقش هذه الورقة موضوع الاستخدامات المعلوماتية التي يتم القيام بها لدعم التعامل مع مؤسسات إدارة الأصول المالية مثل شركات السمسرة في الأوراق المالية، أو تبادل والاستفادة من المعلومات التي يتم تبادلها عبر شبكات الكمبيوتر في تعزيز عمليات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية وكذلك الاعتبارات التي يمكن أخذها في الاعتبار عند تحديث نظم التعامل مع الأسواق المالية، أو شركات السمسرة للأوراق المالية بالبورصة المصرية وما يمكن أن يتم تطبيقه من إجراءات.

ومن خلال الدراسة يمكن وصف لهيكل الوظائف وطريقة التمويل خلال الاستثمار في الأوراق المالية عن طريق التعرف على التجارب الأجنبية في هذا المجال مع وضع بعض من الأمور الهامة التي يمكن أن تنطبق على اقتصاديات الدول العربية ومن ضمنها مصر التي تجتاز مراحل من الإصلاح الإقتصادي حالياً خصوصاً بعد الأزمة الاقتصادية العالمية، مع التعرف على كيف يمكن للاستخدامات المعلوماتية أن تساهم في التنبؤ بحركة الأسعار للأوراق المالية، والسلوك داخل البورصة، فطبقاً للتقدم في التكنولوجيات المعلوماتية أمكن تحديد إستراتيجيات التجارة في الأوراق المالية وتقوم هذه الدراسة بتحديد الخطوات المصاحبة للقيام بالأنشطة المختلفة المتعلقة بالتعامل مع الأسواق المالية من خلال النظم المعلوماتية، وفي النهاية تقوم الدراسة بتلخيص وصف للاستخدام الناجح للنظم المعلوماتية في المؤسسات المختلفة.

مقدمة

استخدام التكنولوجيا المعلوماتية يتضمن:

١. متابعة المقالات الموجهة للمستثمرين الفرديين لتعريفهم بقواعد الاستثمار في الأوراق

المالية.

٢. تشجيع المستثمرين الجدد لممارسة إستراتيجيات المتاجرة في الأوراق المالية بطريقة

سليمة.

٣. معرفة أحدث الأخبار عن تمويل وتسعير الأسهم أو السندات.
 ٤. تقديرات المكاسب المتوقعة من الاستثمار في الأوراق المالية.
- حيث تزود استخدام التكنولوجيا للمعلوماتية في الاستثمار في الأوراق المالية طرق جديدة لما يلي:

١. معلومات الاستثمار على الإنترنت
 ٢. الأخبار المالية الحالية
 ٣. أسعار السندات المحلية
 ٤. الأدوات المتوفرة لمُساعدَة المستثمرين في سوق السندات
 ٥. نصيحة الخبير الحرّ من خلال المنتديات المخصصة لذلك.
 ٦. فحص السهم وأدوات التقييم المتاحة له.
- يعتبر الخطر الرئيسي للتجارة على الإنترنت أو عبر شبكات الكمبيوتر عموماً هو عدم توافر الأمن ضد المخاطر المتوقعة من الاستثمار في الأوراق المالية

مخاطر الأوراق المالية

جميع الشركات تواجه مخاطر خلال تعاملاتها اليومية^٢، ولكن التقليل من تلك المخاطر المحتملة هو من مهام إدارة المخاطر بالشركات ، وإعطاء قيمة أكثر للشركة ، يأتي من جعل الأشياء أو العوامل المؤثرة على العمل الأخرى ثابتة. بطبيعة الحال للحد من المخاطر فهذا يحتاج لمزيد من التكاليف.

عموماً فإن الأوراق المالية تعنى الأسهم والسندات وتتبع مخاطر الأسهم من التغيير المستمر في سعرها فقد يتغير سعر السهم الواحد خلال الجلسة نفسها سواء بالزيادة أو بالنقصان ولذلك يجب دراسة:

كيف تتطور أسعار الأسهم مع مرور الوقت؟

ومن خلال الإجابة على هذا السؤال يمكنك التوصل إلى ما هي مخاطر الأسهم

مخاطر الأسهم

تتبع مخاطر الأسهم من التغيير المستمر في سعرها فقد يتغير سعر السهم الواحد خلال الجلسة نفسها سواء بالزيادة أو بالنقصان

كيف تتطور أسعار الأسهم مع مرور الوقت؟

يتم تقييم جميع أسعار الأسهم بناء على الأسعار الحالية التي تكون في نهاية جلسة التعاملات اليومية

أسعار الأسهم تعكس توقعات الأرباح للشركات وأرباح الأسهم ، وأسعار الفائدة في البنوك سوق الأسهم تتفاعل مع سلسلة من التتابعات التي يمكنها قيادة المؤشر العام لبورصة الأوراق المالية، أسعار الأسهم لا يمكنها أن تكون في زيادة باستمرار ولا في نقصان باستمرار ولكنها تتأثر بالدورة الاقتصادية

حقائق عامة عن الأسهم

- السهم هو امتلاك جزء من حق الملكية بالشركة المقيدة بالبورصة

- الأسهم قد تساعد المستثمرين فيها على تحقيق أهداف مالية طويلة المدى
- أسعار الأسهم ترتفع وتخفض
- الإدارة الجيدة للأسهم تقلل من المخاطر المصاحبة للاستثمار في الأسهم
- تباع الأسهم في شكل أجزاء
- الأسهم هي وحدات فردية من الملكية
- حملة الأسهم هم المستثمرون الذين يشترون السهم
- حملة الأسهم يعتبرون شركاء في رأس مال الشركة
- حملة الأسهم قد يحققون أرباح مالية أو قد يفقدون أرباح مالية

ما هي سوق الأوراق المالية

إن سوق الأسهم المالية هو مكان يتم فيه بيع وشراء الأسهم، أو السندات المالية أخرى. عندما يشتري المستثمر الأسهم في شركة فهو يكتسب ملكية مشتركة في تلك الشركة. في صفقات الأسهم يشتري الأشخاص تلك الأسهم لكي يكسبوا حصص على المال الذي استثمروه. بعض المزايا لشراء الأسهم على الودائع المصرفية أن الأموال تستخدم لتمويل الأسهم التي لها مسار تاريخي جيد لمدة طويلة. بالرغم من أن الأضرار لشراء الأسهم في السوق تتقلب في أغلب الأحيان والأسهم مهما تم ضمانها لا بد أن يقلق المستثمر على كل المال المستثمرة فيها.

قبل اتخاذ القرار بأي نوع من الأسهم سيشتريه المستثمر، يجب عليه أن يقرر ما نوع المستثمرين الذي يفضل أن يكونه. فهناك اثنان من أنواع المستثمرين:

النوع الأول هو التقنيون والنوع الثاني هو المبدنيون. المستثمرون التقنيون هم الذي يميلون إلى شراء وبيع الأسهم بسرعة جداً. هؤلاء المستثمرين لا يهتموا بالقيم الدفترية للسهم أو تحديد حصص الأسهم من رأس المال أو الدخل الممكن الحصول عليه من أرباح الأسهم بالرغم من أنهم يدرسون تراكيب سعر هذا السهم بدقة. أما المستثمرون المبدنيون هم المستثمرون الذين يبحثون عن النمو الطويل الأجل في الشركة. ويعتبرون مثل هذه العوامل كأرباح الأسهم وحصص الأسهم من رأس المال والقيم الدفترية كمعامل تؤثر على تراكيب الأسعار للأسهم على المدى طويل الأجل لذا فهم يعرفون بأن السوق ستتقلب ولكن على المدى الطويل فإن قيمة الأسهم ستزيد.

قبل اتخاذ القرار على أي نوع من الأسهم سيشتري المستثمر، متى أنت تشتري أسهم هناك ثلاثة أنواع مختلفة التي يمكن الاختيار منها وهي: أسهم القروش، أسهم للنمو والأسهم الناجحة. أسهم القروش هي أسهم من شركة ليس لها تقريبا فرصة في التطوير والتحول إلى شركة كبيرة وهذه الأسهم تعتبر القيمة النقدية لها قليلة جداً. هذه الأسهم على سبيل المثال ستكون بقيمة محلية ضئيلة مما لن يجعلها تدخل إلى السوق الكبيرة من القطاع الذي تنتمي إليه لكنها تعمل بشكل جيد في السوق المحلية. أسهم نمو الشركات وهي الأسهم التي لها إمكانية عالية لإنجاز النجاح العظيم، لكنها يمكن أيضا أن تتطوى على استثمارات خطيرة جدا لأنها غير مؤسسة جيداً.

مثال على هذا النوع من الشركات هو أنه لو أحد الشركات ابتكرت منتج جديد قد يحدث ذلك تأثير كبير في السوق مثل حين قامت أحد الشركات بابتكار نوع وحيد من مواد البناء لا يقوم

بإنتاجه غيرها ارتفعت أسهم هذه الشركة وكان الارتفاع في سعرها من المحتمل بشدة قبل ارتفاعها حين انتشرت الأخبار عن هذا الاختراع الذي ابتكرته. هذه الأسهم ستكون المستوى المتوسط في شراء الأسهم. إن الحد الأعلى من مستوى شراء السهم هو شراء هذه الأسهم الناجحة فور سماع تلك الأخبار عنها. هذه الأسهم من الشركات التي تعتبر راسخة جدا وليس لها تقريبا فرصة لأن تذهب إلى السقوط بشدة.

البعض من هذه الأسهم ستكون من الشركات المتوسطة . وبالرغم من أن الأسهم الناجحة تعتبر أفضل الأسهم للاستثمار ولكن يمكن أيضا أن تصل إلى أسعار عالية جدا مما يصعب معه على الكثير من المستثمرين أن تشتري بضعة فقط من تلك الأسهم . في أغلب الأحيان عندما يصل سعر هذا السهم إلى قمته ، فقد الشركة صاحبة هذا السهم تقسيمه. عندما هذا يحدث ذلك يتلقى السهم أسهم أكثر لملاك هذا السهم مستثمر بالفعل. لكن عندما تقوم الشركة بتقسيم السهم إلى إثنان لكل واحد تصبح عدد الأسهم المتاحة في السوق ضعف العدد مرتين عن كمية الأسهم قبل التقسيم لكن قيمة ذلك السهم سوق تنخفض فور عملية التقسيم إلى ٥٠ % من قيمتها قبل التقسيم. ويعكس هذا أن عدد الأسهم بالرغم من أنه وصل إلى ضعف عدد الأسهم في إلا أن قيمتها تصل إلى نصف قيمة الأسهم التي كانت مملوكة لديك قبل ذلك. على أية حال السهم المقسم معناه عدم فقد مالكة لأي من أمواله.

بعض العوامل التي قد تؤثر على أسعار الأسهم

Inflation معدل التضخم

من العوامل التي تؤثر على أسعار الأسهم هي معدل التضخم والذي قد يتمثل في مقاييس التضخم غير المتوقعة والتغيرات في معدل التضخم المتوقع خلال فترات التضخم المختلفة التضخم وأسعار الفائدة عموما يتحركان معا، فإذا كانت قدرة المستثمرين على التنبؤ بالتضخم ليست جيدة يمكن ربط أسعار الأسهم بأسعار الفائدة فسي البنوك فمعدلات التضخم وأسعار السندات تكون هناك علاقة طردية بينهما كما يكون هناك المزيد من التأثير على السندات الطويلة الأجل ويكون هذا التأثير غير مباشر وغير متناسق، كما يختلف تأثيره على مر الزمن

GDP الناتج المحلي الإجمالي

إن التغيرات في أسعار الأسهم ، قد تسبب كلا من التوازن في الناتج المحلي الإجمالي ومستوى الأسعار على التحرك في الاتجاه نفسه، فالزيادة في أسعار الأسهم سيرفع التوازن الناتج المحلي الإجمالي ومستوى الأسعار في حين ان انخفاض أسعار الأسهم ستخفض كلا من التوازن في الناتج المحلي الإجمالي ومستوى الأسعار ، فكلًا من أسعار الأسهم والناتج المحلي الإجمالي يؤثران في بعضهما الآخر.

الحالة المالية للاقتصاد القومي Financial situation of the national economy

السياسة النقدية وسعر الفائدة Monetary policy and interest rate

علاقة عملة الدولة بالعملة الأخرى the Relationship of the country

currency to other currencies

توقع التغييرات في معدلات تداول العملات الأجنبية هو أكثر صعوبة من توقع معدلات التغيير في أسعار الفائدة وأسعار الأوراق المالية لأسباب عديدة. فقد تتدخل البنوك المركزية في أسعار تبادل العملات، وعلى ذلك قد تتأثر أسعار الأسهم التي يشتريها الأجانب باستراتيجيات التدخل الحكومي في التقلبات لأسعار العملات ففي المدى القصير فإن العملات الأجنبية يمكن تغطيتها. ولكن ذلك يحد من المخاطر الناتجة من التغيير في أسعار صرف العملات في المدى الطويل، والتي تخضع إلى الاتجاهات الرئيسية في مجال النقد الأجنبي ومساعدة المديرين على تحديد ما إذا كان ينبغي التوسع في الاستثمار في الأسهم داخل الدولة أو خارجها.

التوقعات المبنية على نماذج إحصائية لأسعار الأسهم Expectations based on statistical models of stock prices

المعاملات في الأسهم قد تتم طبقاً للتوقعات التي يتوقعها المحللون الماليون والتي يمكنهم استنتاجها من خلال:

- البيانات عن أسواق الأوراق المالية وتشمل العطاءات وأسعار المعاملات، وحجم التعاملات، الخ.
- البيانات من خدمات المعلومات عن الأعمال والأحداث التي قد تؤثر على حركة الأسهم في الأسواق

ففي الأسواق المالية يحاول المحللون وضع العديد من التوقعات، والتي يمكن حسابها من خلال العديد من الثوابت الناتجة عن المعرفة التي يعرفها هؤلاء المحللون، والتي يمكن عن طريقها تحديد الثمن أو السعر للسهم وغيرها من التنبؤات الأخرى التي يتم حسابها بناء على نظريات التحليل المالي

العديد من محلي حركة الأسواق المالية يمكنهم تجميع ونشر المعلومات عن كفاءة تلك الأسواق كما يمكنهم نشر تلك المعلومات في وسائل الإعلام المختلفة، وعندما يحدث ذلك، نادراً ما يكون هناك أزمات للمساهمين وتتوقف دقة تلك التنبؤات على التوازن للمعلومات وتوقيتها، وما إلى ذلك، وكذلك وسائل نقل المعلومات لجمهور المساهمين (هناك قنوات كثيرة لنقل تلك المعلومات)

حساب أداء الأسواق المالية

الطريقة الجيدة التي يمكن بها حساب أداء الأسواق المالية يساعد على تحسين كفاءة الأسواق الأولية، والتي تتوقف على الكفاءة الإحصائية لنموذج التنبؤ والقدرة على كسب التحليل للبيانات بناء على البيانات السابقة وكذلك الكفاءة المعلوماتية للنموذج المعلوماتي

المضاربة بين المساهمين على الأخبار الحالية Speculation among the contributors to the current news

فلقد فشلت العديد من النماذج الرياضية في التنبؤ بما قد يحدث للأسهم أو الأوراق المالية عموماً من تغييرات ناتجة عن مضاربة المساهمين على الأسهم طبقاً للأخبار الحالية.

المضاربات على الأسهم

تأتى المضاربات على الأسهم من خلال التتبع الكلى للحالة الاقتصادية وكيفية تسعير الأصول ، و قرارات إدارة المخاطر التى تتخذها المؤسسات والتى تتأثر أساساً بالأخبار عن الشركات التى يتم تداول أسهمها.

هناك صعوبة فى تحديد الأسباب الحقيقية للمضاربات وعواقبها ، والأسباب للمشاكل التى قد تنتج عنها. فهى قد تتأثر أساساً بالمعروض من النقود وكذلك الطلب على السلع الاستهلاكية و الضغوط التضخمية وارتفاع معدل تأثيرها على أسعار السلع الأساسية ، وبالتالي أسعار الأسهم والسندات.

متابعة ما يحدث فى الأسواق ، والمضاربات التى تقع على الخرائط الفنية فى السوق، والأعمال التجارية ، والبيانات الاقتصادية. والتى توفر قدر من العقلانية ، يمكن الاعتماد عليها عند اتخاذ قرار الاستثمار فى الأسهم ولكن يجب معها إدارة المخاطر الناتجة عن الاستثمار فى الأسهم باستخدام أدوات اتخاذ القرارات فى مجال توزيع محفظة الأوراق المالية وإدارة الأصول المالية

كفاءة الأسواق تعتمد على وسائل نشر المعلومات الخاصة بها ، فقد تتوقف المضاربات على طريقة نشر المعلومات عن الأسواق والتى ينشرها الذين يعرفون إلى أولئك الذين لا يعرفون، وهذه الأخبار قد تعتمد على الخبرة الشخصية للمحلل المالى فلا يمكن أن تعتمد فقد على القرارات الناتجة من تحليل البيانات الميدانية لأننا لا نعرف كيفية توزيع المعلومات بين المستثمرين.

فضائح الشركات. Corporate scandals.

تحدث فضائح الشركات غالباً ، بموافقة أو بمشورة المسؤولين عن الرقابة المالية للشركات وهم المحاسبين ومدققي الحسابات أو المراجعين والمحامين ، والخروج عن القواعد الأخلاقية أو القانونية التى تحكم هذه الكيانات قد تؤدي إلى المبالغة فى أرباح الشركات ، أو التقليل من ديون الشركات ، مما قد يؤدي إلى تضخم أسعار الأسهم فى تلك الشركات سريعاً ولكن فور حدوث أى فضيحة لهذه الشركات تعود أسعار تلك الأسهم إلى النزول سريعاً.

وبعد حدوث الفضيحة ما هو متوقع حدوثه هو نزول سعر الأسهم للشركة، فعند النظر إلى الشركة على أنها شخصية اعتبارية وأنها تحمل نفس النوع من الحقوق والحريات التى يمكن إمدادها إلى الفرد ، فيمكن أن يتم إعادة النظر فى الأساليب التى يمكن بها للشركات المساءلة القانونية . ويمكن أن يفرض على تلك الشركات نفس النوع من العقوبات التى يمكن فرضها على الأفراد. إذا كانت الشركة هي المدانة أمام المحاكم لانتهاك القانون ، ينبغى أن تحد من حريتها فى ممارسة أى نشاط تجاري لفترة من الزمن. فى حال تكرار المخالفات ،ويمكن أن تؤدي العقوبات المتزايدة التى تتعرض لها الشركات مثل شطب أسهمها من الأسهم المقيدة فى البورصة ولا يسمح لها بالتداول إلا فى سوق خارج المقصورة. فى تلك الحالات التى تقوم فيها الشركة بفقد ثقة الجمهور لها، ممّا قد يؤدي إلى نزول سعرها

تتبع التغيير في الأسواق العالمية Tracking the change in the global markets
عوامل أخرى قد تؤثر على أداء الأسهم

هناك العديد من العوامل التي قد تؤثر على أداء الأسهم المالي نذكر منها:

- الإنفاق الاستهلاكي Consumer spending النفط والسلع الأساسية ، Oil and commodities, أسعار الأصول Asset prices نمو المعروض النقدي Money supply growth أسعار الفائدة Interest rates، وعوائد السندات and bond yields
- طبيعة الأعمال التجارية بالدولة State the nature of the business

- مخاطر السوق Market Risk
- الطلب على السلع الاستهلاكية Demand for consumer goods
- مخاطر الائتلاف Syndication risk
- المشاريع المشتركة
- التعاملات قبل وبعد طرح الأسهم للائتمان
- التداول اليومي للأسهم

التنبؤ بحركة الأوراق المالية من خلال التكنولوجيا المعلوماتية

يتم استخدام نظم إدارة العلاقة بالمستهلك المتعاونة² لتبادل المعلومات بين المستثمرين والمحللين الفنيين والتي يعتبر لها أهمية في زيادة القيمة الناتجة عن الاستثمار المباشر عبر شبكات الكمبيوتر وكذلك فإن لها أهمية في شبكات الأعمال التي من المحتمل أن تزيد بسبب الانتقاد المستمر لسلاسل القيمة ليس فقط في صناعة الخدمات المالية، لكن في الصناعات الأخرى أيضاً.

عند التنبؤ بحركة الأوراق المالية من خلال التكنولوجيا المعلوماتية يتم في البداية عمل تحليلات تصورية لما يمكن أن يحدث في السوق³، وذلك بناء على اتجاهات العمل السابقة وتعتبر التحليلات التصورية للتفاعل بين المشتري والبائع في الخدمات نادرة، خصوصاً في حالة القيام بها في الأعمال المصرفية والخدمات المالية عموماً.

وتعتبر عملية التنبؤ بحركة السوق عملية صعبة وذلك لأن علاقة الأعمال المصرفية تعتبر معقدة ومتضمنة في تركيب كلي: للشبكات المصرفية، وكما أن هناك العديد من العوامل التي تؤثر على سعر السهم في السوق والتي يصعب حصرها بأكملها لإدخالها في النموذج الرياضي المستخدم في التنبؤ، ولكننا في النهاية نجد أن التنبؤات بأسعار الأسهم التي تتم من خلال برامج الكمبيوتر الإحصائية المستخدمة لذلك تعتبر هي الأقرب للدقة من الأساليب الأخرى، ونسبة الخطأ فيها تكون غير معنوية.

أهداف البحث

(١) تحديد الحاجة لتطوير طريقة إدارة الأوراق المالية طبقاً للتكنولوجيات المعلوماتية الحديثة.

(٢) التعرف على أشكال الاستخدامات للمعلوماتية المستخدمة لدعم الاستثمار في الأوراق المالية.

٣) تحديد المخاطر المتوقعة من الاستخدامات المعلوماتية فى التعاملات فى الأوراق المالية.

٤) تحديد طرق التغلب على المخاطر المتوقعة من الاستخدامات المعلوماتية فى التعاملات فى الأوراق المالية.

طبيعة وظواهر مشكلة البحث

تتمثل ظواهر مشكلة البحث فى مشكلة المخاطر المتعلقة الاستخدامات المعلوماتية فى التعاملات فى الأوراق المالية، وكذلك الحاجة لبحث الطرق المختلفة لتطوير أساليب الاستخدام الآمن للتطبيقات المعلوماتية فى مجال الاستثمار فى الأوراق المالية والتعرف على أدوات التأمين ضد هذه المخاطر المتوقعة.

مشكلة البحث

أوضحت الدراسة الاستطلاعية أن الاستخدام المعلوماتية فى التعاملات المالية تسهل من عملية التعامل مالياً فى الأسهم المالية حيث يمكن من خلالها الاستثمار عن بُعد، ولكن يقابل هذا سهولة التعرض للعديد من المخاطر الناتجة عن الاستثمار عن بُعد، ويمكن تحديد المشكلات المرتبطة بالاستخدامات المعلوماتية فى التعاملات المالية فى النقاط التالية:

- ١- وجود العديد من المشكلات المتعلقة بنظم الدفع الإلكتروني.
- ٢- يمكن أن يتضمن تطبيق الاستخدامات المعلوماتية فى التعاملات المالية إلى التعرض إلى العديد من المخاطر المالية والسيكولوجية والتي قد تؤدي إلى انخفاض الأداء.
- ٣- وجود العديد من المخاطر الطبيعية والمالية وفقدان الوقت المتعلقة بعدم المعرفة لكافية للمتعاملين مع سوق الأوراق المالية بكيفية الاستفادة من الاستخدامات المعلوماتية فى تعاملات المالية. وعلى ذلك يمكن تركيز مشكلة البحث فى:

"وجود عدة مشكلات تواجه المؤسسات نتيجة ظهور التكنولوجيات المعلوماتية الحديثة للتعاملات المالية وعدم إدراك المتعاملين مع تلك المؤسسات لها وسهولة التعرض للعديد من المخاطر عند استخدامها".

أهمية البحث

تتبع أهمية البحث من خلال دراسة بالاستخدامات المعلوماتية فى التعاملات المالية فى مصر وذلك للآتى :

- ١- عدم اهتمام الباحثين بالكتابة أو البحث فى مجال التكنولوجيات المعلوماتية الحديثة المستخدمة فى التعاملات المالية ، ومن ضمنها نظم نقل التمويل إلكترونياً.
- ٢- عدم الاهتمام من جانب العاملين الذين يعملون فى المؤسسات المالية بالتعرف على المخاطر المصاحبة لتطبيقات واستخدامات المعلوماتية فى التعاملات المالية.
- ٣- الحاجة إلى التعرف على طرق تأمين التعاملات المالية التى تتم بالمؤسسات والمتضمن للاستخدامات المعلوماتية.

ويمكن تقسيم أهمية البحث إلى:

أولاً: المجال النظرى

تفتقر المكتبة العربية إلى إسهامات الباحثين فى مجال بالاستخدامات المعلوماتية فى التعاملات المالية، وبصفة خاصة فى التعاملات فى بورصة الأوراق المالية.

ثانياً: المجال التطبيقى

تعانى المؤسسات من عدة مشكلات ، مما يستلزم معه التفكير فى تغيير خطة العمل بها حتى يمكن التفكير فى إدارة طرق التمويل بها للمساهمة فى دعم تلك المؤسسات، وتطويرها سواء بطريقة مباشرة أو غير مباشرة لزيادة فرص النجاح بها.

وبناء على مشكلة البحث وأهميته يمكن وضع فروض البحث كما يلى:

فروض البحث

١- لا توجد علاقة جوهريّة بين الاستخدامات المعلوماتية فى التعاملات المالية بالمؤسسات، وبين نجاح التعاملات فى تلك المؤسسات.

٢- لا توجد علاقة جوهريّة بين تطبيق الاستخدامات المعلوماتية فى التعاملات المالية ، وبين التعرض للعديد من المخاطر الناتجة من الاستخدامات للمعلوماتية.

منهج البحث

١- تجميع الإطار النظرى للبحث من خلال مراجعة المراجع والدوريات العلمية التى ناقشت موضوعات البحث.

٢- عقد المقابلات الشخصية بين المسؤولين فى المؤسسات التى تستثمر فى الأوراق المالية للتعرف على طريقة العمل بها، وتنفيذ البرامج التى تخطط لاستخدام تطبيقات المعلوماتية فى إدارة أوراقها المالية.

٣- إعداد استمارة استقصاء وتوجيهها لعينة من العاملين فى المؤسسات التى تستثمر فى الأوراق المالية ، حيث تم اختيار عينة الدراسة على أساس الأفراد القادرين على إعطاء معلومات صحيحة فى مجال الدراسة لضمان سلامة اختبار الفروض.

الحاجة لتطوير طريقة إدارة الأوراق المالية طبقاً للتكنولوجيات المعلوماتية الحديثة.

تطوير نظم المعلومات بالأسواق المالية يحتاج لعمل كثير، وذلك لأنها تعكس المعايير والإجراءات والأهداف والآليات اللازمة لمتابعة تبادل المعلومات المالية إلكترونياً، وكذلك استخدام الأموال الإلكترونية، وحتى يمكن الاستفادة من مشاركة المعلومات بين المحليين الغنيين والمستثمرين.

فإدارة الأموال مطلوبة من كل المنظمات بصرف النظر عن نوع المنتجات أو الخدمات التى تقدمها

وتعتبر سوق الأوراق المالية من أكثر الأشياء التى تحتاج إلى التطوير، كما أن الدور الإقتصادى الحيوى والتغيير فى المعلومات المالية المستمر يمكن ظهوره فى تبادل المعلومات من خلال النظم المعلوماتية والتى أدت إلى تطوير العديد من المعايير فلأسف هناك العديد من مجموعات المتلاعبين المختلفين يعملون طبقاً لمعايير مختلفة.

تقوم المنظمات فى الصناعة المالية بتشكيل نظم المعلومات المالية اللازمة لهم، وهم غالباً ما يطورون سياقات مختلفة ربما ينتج عنها تقديرات لنفس المعرفة وعلى الجانب الآخر عند صنع القرارات الإستثمارية فمن المهم للمعلومات أن يتم مشاركتها مع المشتركين فى عملية إدارة الأموال حتى تكون مفهومة لدى كلاهما.

أشكال الاستخدامات المعلوماتية المستخدمة لدعم الاستثمار فى الأوراق المالية

هناك العديد من الخدمات الخاصة التى يمكن تزويدها من خلال النظم المعلوماتية نذكر منها:

١. خدمات الاتصال اللاسلكي عن طريق التليفونات المحمولة
٢. التسويق المباشر من خلال شبكات الإنترنت أو عن طريق التليفون المحمول
٣. إمكانية إقامة التحالفات والاتحادات المالية من خلال تعرف المستثمرين على بعضهم البعض من خلال الإنترنت

المخاطر المتوقعة من الاستخدامات المعلوماتية فى التعاملات فى الأوراق المالية

تتبع للمخاطر الناتجة عن إستخدام تكنولوجيا المعلومات فى التعامل فى الأسهم والسندات المالية أساساً من تأمين المعلومات أو للبيانات المالية، فقد يتعرض العديد من المتعاملين مع هذه المعلومات سواء كانوا من المؤسسات المالية أو المستثمرين للنصب والإحتيال نتيجة لإقحام العديد من الهاكرز لشبكات الكمبيوتر تلك والتوصل لمعلومات حرجية قد تؤثر على التعاملات فى الأوراق المالية.

كما يمكن من خلال الطلب للوهى على بعض الأسهم إلى الإرتفاع فى أسعارها بدون داعى، فبالرغم من أن إستخدام النظم للمعلوماتية فى إدارة الأوراق المالية قد يؤديه لزيادة كمية السيولة النقدية المتاحة للإستثمار، إلا أن الإستخدام العشوائى لهذه النقود قد يؤدي لأن تكون للتعاملات لكل كفاءة طرق التغلب على المخاطر المتوقعة من الاستخدامات المعلوماتية فى التعاملات فى الأوراق المالية

يمكن التغلب على المخاطر المتوقعة من الاستخدامات المعلوماتية فى التعاملات فى الأوراق المالية من خلال ما يلى:

- متابعة الأداء طويل الأجل للمعاملات المالية حتى يمكن توقع المخاطر المحتملة الحدوث والتخطيط المبدئى لكيفية التعامل مع تلك المخاطر.
- العمل على التركيز على توفير مدى أوسع من المعلومات التى تتضمن السياسات المالية المستقبلية
- تشجيع المؤسسات المالية على إستخدام نماذج التنبؤ مثل نماذج المحاكاة المستخدمة فى التنبؤ بالأسعار المستقبلية للأسهم المالية.
- فحص الآليات التى قد تؤثر على الأداء فى الأسواق المالية وتحديد كيف يمكن توفير الكفاءة والشفافية للتعاملات فى الأسواق لزيادة معدلات الثبات وتقليل احتمالات حدوث الخطر.

تأمين الصفقات المالية Securing Financial Transactions

هناك العديد من الردود التنظيمية اللازمة لحماية النظم المالية من سوء الاستخدام من قبل مخترقي الشبكات أو الهاكرز. مثال على ذلك التنوع فى الإستثمار، وحماية السيولة النقدية، و

الإدارة الصحيحة للأسواق المالية والتي إذا كانت كفوء في امتصاص صدمات الهجمات من جانب مخترقي شبكات الكمبيوتر الذي يحاولون اختراق تلك الشبكات لمعرفة بيانات المستثمرين الشخصية وبالتالي النصب عليهم، ولمعالجة تلك الأزمة إدارياً يجب على المنظمة الجيدة تأمين شبكات الكمبيوتر لديها بالعديد من وسائل الحماية ضد الهاكرز ومن أهمها استخدام الجدران النارية ، firewalls ، وكذلك استخدام البروتوكولات الآمنة المخصصة لنقل التمويل إلكترونياً مثل Secure Sockets Layer Protocol.

كما يجب التأكيد على أهمية التخطيط الفعال لاحتمالات حدوث الطوارئ بالسلطات والشركات المالية في تقليل مخاطر عرقلة عمليات الاستثمار التي قد تنتج من الهجمات التي يقوم بها مخترقي الشبكات أو الهاكرز .

نظم الدفع الإلكتروني

المخاطر المالية والسيكولوجية والتي قد تؤدي إلى انخفاض الأداء.

كيفية الاستفادة من الاستخدامات المعلوماتية في التعاملات المالية

إن الاستخدامات المعلوماتية في التعاملات المالية تتضمن العديد من الفوائد كما يلي:

فوائد التجارة في الأسهم على الإنترنت

١. سهولة التعامل

٢. الدخول على الكميات الكبيرة من المعلومات

٣. الراحة في التعامل مع السماسرة

٤. التكلفة المنخفضة.

ولكنها أيضاً تتطوى على العديد من المخاطر كما يلي:

مخاطر التجارة في الأسهم على الإنترنت

١. صعوبة تأمين التعاملات تماماً

٢. مخاطر المعلومات المتأخرة.

٣. السهولة النسبية للتجارة في الأوراق المالية والتي تزيد من كمية التجارة عموماً مما

يؤدي لحدوث تغييرات سريعة في الأسعار.

الدراسات السابقة

تم استعراض بعض الدراسات السابقة المرتبطة بموضوع الدراسة وترتيبها من الأقدم

للأحدث كما يلي:

العنصر	البيان
المؤلف	Meri Meredith
العنوان	The Bloomberg Financial Markets Information Databases: A Simple Introduction to a Complex Financial System قواعد بيانات معلومات أسواق Bloomberg المالية: مقدمة بسيطة إلى نظام مالي معقد
تاريخ ومكان	Volume: 25 Issue: -of Reference Services Review Journal

النشر	2 Page: 73 - 78 Year: Aug 1997
أهم الأهداف	- إن هدف هذه الورقة هو مناقشة الخدمة المالية التي كانت متوفرة لدى مؤسسات الاستثمار وسماسرة البورصة ومحاولة ملاقة ما يتم في تلك المؤسسات مع ما هو موجود في العالم الأكاديمي.
أهم النتائج	وجدت هذه الورقة أن يتابع نظام المعلومات أخبارا حول الأنباء المالية العالمية ٢٤ ساعة يوميا ، ولمدة ٣٦٥ يوم في سنة من خلال تبادلهم الحديث مع المحللين الخبراء الذين يشغلون خطوط التليفونات في نيويورك ٢٤ ساعة يوميا. يمكن للمحللين الماليين أن يؤدوا التحليلات على هذا النظام التي ليست متوفرة على أي نظام آخر. يمكن من خلاله متابعة الأسهم وأسواق السندات ومتابعة الأداء، والتأمين، والتحليل المقارن والتي يمكن أن تتم في الشركات، وكذلك عمل الأدلة، وتصنيف قطاعات الاستثمار.

تابع الدراسات السابقة

العنصر	البيان
المؤلف	Malte Geib, Lutz M. Kolbe, Walter Brenner
العنوان	CRM collaboration in financial services networks: a multi-case analysis المالية: حالة تحليل متعدد
تاريخ ومكان النشر	Volume: -Journal of Enterprise Information Management Issue: 6 Page: 591 - 607 Year: 2006
أهم الأهداف	- إن هدف هذه الورقة هو تحديد الأمور الرئيسية والأنماط الناجحة من إدارة علاقة بالمستهلك التعاونية (CRM) في شبكات الخدمات المالية.
أهم النتائج	وجدت هذه الورقة أن الأمور الرئيسية لإدارة العلاقة بالمستهلك في شبكات الخدمات المالية للشركاء، والقيود السرية، تكامل عملية إدارة العلاقة بالمستهلك، وتبادل المعلومات مع العميل، وتكامل أنظمة إدارة العلاقة بالمستهلك. لتحديد هذه الأمور، شركات الشركة يجب أن توافق على المسؤوليات الواضحة في العمليات التعاونية. حيث تتطلب قوانين الحفاظ على سرية البيانات بأن نقل بيانات العميل بين الشركات تتطلب الموافقة الواضحة للعملاء. ولتكامل العملية، يجب أن توافق الشركات على معايير العملية وهيكل تكامل مشترك. خدمات الويب والمعايير على الإنترنت يمكن أن يستعملا لتكامل النظم التنظيمية. تكامل البيانات يتطلب تطوير نموذج البيانات المشتركة . أما العميل الوحيد أو مقابلة الخوارزمية المماثلة التي يجب أن تستخدم لدعم سجلات بيانات العميل بشركات المشاركة.

تابع الدراسات السابقة

العنصر	البَيِّنَات
المؤلف	Yuanqin Li
العنوان	An empirical investigation to IT corporation using collocational networks method تحقيق تجريبي إلى منظومة تكنولوجيا المعلومات باستعمال طريقة الشبكات التجميعية
تاريخ ومكان النشر	Volume: 106 Issue: 3 - Industrial Management & Data Systems Page: 423 - 436 Year: 2006
أهم الأهداف	كان الهدف الأساسي من الدراسة هو دراسة كيف يمكن لطريقة الشبكات التجميعية أن تستعمل لتحليل المحتويات النصية المدرجة في تقارير الشركات السنوية المكتوبة في الصين، في محاولة لتحديد حقائق خفية لم تصدر في قوائم بيانات الشركة المالية.
أهم النتائج	- لتخلم طريقة الشبكات التجميعية على مدى واسع، يطور على بعض لخلق لخلق حول قوائم لصينيين التي تم إدراجها في حلة لشركة لمالية التي يمكن تحديدها، وفي لم يتم وضع تقرير عنها في تلك شركة لمالية لمصدر رسميا ولتحديث لمستمر لها.

نتائج الدراسة الميدانية

أوضحت نتائج الدراسة الميدانية أن الاستخدامات للمعلوماتية في التعاملات في الأوراق المالية، يساعد في حصول المؤسسة على ميزات أكثر ومنها إمكانية الاستثمار عن بُعد، ولكن بالرغم من ذلك فإن إدراكات العاملين في تلك المؤسسات لهذه الطرق الجديدة في القيام بالتعاملات المالية لا تعتبر كافية بالدرجة التي توفر الثقة في تلك التعاملات، فهناك العديد من المخاطر المرتبطة باستخدام هذه الطرق وكثرة التعرض لمخاطر الغش والسرقة، كما أوضح أن هناك مجموعة من العملاء تفضل التعامل بالطرق الجديدة ومجموعة أخرى لا تفضل التعامل بها، كما أنه نتيجة للاستخدامات للمعلوماتية في التعاملات في الأوراق المالية أمكن دعم الاتصال بالمؤسسة المالية عن طريق الإنترنت مما أتاح الفرصة للعديد من العملاء للتعامل مع المؤسسات التي لم يكن من المتاح للتعامل معها من قبل.

ومن دراسة وتحليل نتائج الدراسة الميدانية ومناقشتها تبين أن تطوير تطبيقات الاستخدامات للمعلوماتية في التعاملات في الأوراق المالية، له تأثير جيد على المؤسسات التي تستخدمها، ولكن يجب في البداية تحديد توقعات المستهلكين وتفضيلاتهم و كيف يمكن توظيف التكنولوجيا الحديثة في تلك المؤسسات لتلبية رغبات العملاء

التحليل الإحصائي المستخدم في الدراسة

ينقسم التحليل الإحصائي إلى ثلاثة أقسام:

القسم الأول: يتناول القسم الأول تطوير الفروض وتصميم الدراسة.

القسم الثاني: يتناول المقارنات بين متغيرات الدراسة لدراسة العلاقات بينهم، واختبار

الفروض الإحصائية المتعلقة بالدراسة

القسم الأول: تطوير الفروض وتصميم الدراسة

التأثير المباشر للنتيجة عن الاستخدامات للمعلوماتية في التعاملات المالية

تصميم الفروض

تصميم الفرض الأول

وقد تم وضع هذا الفرض على أساس أن:

هناك تأثير مباشر ناتج عن الاستخدامات المعلوماتية في التعاملات المالية قد يؤدي إلى نجاح المؤسسات

وبناء على ذلك تم صياغة الفرض الأول كما يلي:

الفرض الأول

توجد علاقة عكسية دالة احصائياً بين الاستخدامات المعلوماتية في التعاملات المالية بالمؤسسات، وبين نجاح التعاملات في تلك المؤسسات.

تصميم الفرض الثاني

وقد تم وضع هذا الفرض على أساس أن:

هناك تأثير مباشر ناتج عن الاستخدامات المعلوماتية في التعاملات المالية قد يؤدي إلى احتمال التعرض إلى مخاطر

وبناء على ذلك تم صياغة الفرض الثاني كما يلي:

الفرض الثاني

توجد علاقة عكسية دالة احصائياً بين تطبيق الاستخدامات المعلوماتية في التعاملات المالية ، وبين التعرض للعديد من المخاطر الناتجة من الاستخدامات المعلوماتية.

اختيار العينة

نظراً لأن مجتمع الدراسة كبير جداً للدرجة التي لا يمكن معها إتمام الاستقصاء لكل الممثلين لهذا المجتمع، لذلك تم اللجوء إلى أسلوب المعاينة والتي أشترط أن تختار بعناية، ويمكن أن تستخدم لتقديم المجتمع وتعكس العينة خصائص المجتمع الذي يتم أخذها منه.

وقد تم تصميم استمارة الاستقصاء طبقاً لأهداف البحث، لاختبار فروضه ثم تم اختيار عينة من المؤسسات التي تقوم بالاستثمار في الأوراق المالية، وتم توزيع الاستمارات على بعض العاملين بهذه المؤسسات، حيث تم اختيارهم بطريقة عشوائية، وتم توزيع الاستمارات عليهم وقد تم الحصول على البيانات المطلوبة من الذين أجابوا على استمارات الاستقصاء، ويبين الجدول التالي أنواع المؤسسات التي تم توزيع الاستمارات عليها:

جدول رقم (١) يوضح مؤسسات سمسة الأوراق المالية في عينة البحث مصنفة طبقاً لموقعها الجغرافي

م	موقع المؤسسة الجغرافي
١	محافظة القاهرة
٢	محافظة الجيزة
٣	محافظة حلوان

تصميم استمارة الاستقصاء

تطلبت الدراسة تجميع إجابات استمارات استقصاء للتعرف على آراء العاملون تجاه الاستخدامات المعلوماتية فى التعاملات المالية لديهم. وتكونت استمارة الاستقصاء أربعة أقسام (كما هو موجود فى ملاحق البحث)

وقد شملت الاستمارة الأجزاء التالية:

(١) الجزء الأول: وهو الجزء الخاص بالبيانات الخاصة بالمستقصى منهم وقد تم تقسيمها إلى:

- بيانات عن الإدارة أو القسم الذى يعمل به المستقصى منه.
- بيانات عن سنوات الخبرة.
- بيانات عن الوظيفة لمعرفة ما إذا كان إدارى أم فنى.
- بيانات عن أعلى مؤهل علمى، وقد تم تقسيمه إلى بكالوريوس، ماجستير، دكتوراه، أخرى

- بيان عن النوع.
- بيان عن العمر.
- بيان عن مجال العمل.

(٢) الجزء الثانى: وهو عبارة عن الجزء الخاص بمجموعة أسئلة خاصة عن المشكلات التى يمكن أن الاستخدامات المعلوماتية فى التعاملات المالية

(٣) الجزء الثالث: يتناول الاستجابات والاتجاهات تجاه الاستخدامات المعلوماتية فى التعاملات المالية

(٤) الجزء الرابع: يتناول الاستجابات والاتجاهات تجاه نجاح التعاملات فى تلك المؤسسات القائمة على الاستخدامات المعلوماتية فى التعاملات المالية

(٥) الجزء الخامس: يتناول الاستجابات والاتجاهات تجاه التعرض للمخاطر الناتجة من الاستخدامات المعلوماتية.

القسم الثانى: التحليل الإحصائى للمتغيرات المحددة لموضوع الدراسة

يتناول هذا القسم تحليلاً إحصائياً لأهم المتغيرات المحددة للدراسة والمتمثلة فى الاستخدامات المعلوماتية فى التعاملات المالية ، فقد بلغ حجم العينة ٦٤ حالة هى نتائج تفريغ بيانات ٧٠ استمارة، إستبعدت منها ستة إستمارات نظراً لعدم توافر الإجابات الكاملة بها، وقد كانت خصائص مفردات العينة كما يلى:

ويبين الجدول التالى عدد أفراد كل من العينات الموجودة فى عينة البحث ، فقد تم اختيار العينة بحيث تكون متماثلة بين كافة الوظائف والمؤهلات حتى يمكن المماثلة بين العينات ما أمكن.

جدول رقم (١)
يوضح أعداد كل من عينات البحث

المرحلة العمرية	موظفون				مؤهلات أخرى	مؤهلات بعد المرحلة الجامعية	المجموع الكلي
	باحثون	إداريون	فنيون	أخرى			
٣٠-٢٦	٥	٢	١	١	٣	-	٩
٣٥-٣١	٢	١	٣	٤	٦	-	١٠
٤٠-٣٦	٢	٤	٢	٣	٦	-	١١
٤٥-٤١	-	١	٢	١	٣	-	٤
٥٠-٤٦	-	٦	٢	٤	٦	١	١٢
٥٥-٥١	-	٣	١	٣	٤	-	٧
٦٠-٥٦	-	٢	٣	٣	٢	-	٨
المجموع	٩	١٩	١٤	١٩	٣٠	١	٦٤

اختبار فروض البحث

اختبار الفرض الأول

H_0 الفرض العدم: لا توجد علاقة عكسية دالة احصائياً بين الاستخدامات المعلوماتية فى التعاملات المالية بالمؤسسات، وبين نجاح التعاملات فى تلك المؤسسات.

H_1 الفرض البديل: توجد علاقة عكسية دالة احصائياً بين الاستخدامات المعلوماتية فى التعاملات المالية بالمؤسسات، وبين نجاح التعاملات فى تلك المؤسسات.

ولاختبار هذا الفرض تم استخدام معاملات الارتباط اللا معلمية نظراً لأن البيانات تعتبر معلمية لأنها ناتجة عن استمارة استقصاء لدراسة العلاقة بين مجموع إجابات الجزء الثالث والجزء الرابع باستمارة الاستقصاء، لمعرفة ما إذا كانت العلاقة بينهم معنوية أم لا؟ وكانت النتائج كما يلى:

١. تم استخدام معامل ارتباط كندال والذى يساوى ٠,٢٣٩ عند مستوى معنوية ٠,٠١ بمعنوية ٠,٠٠٦ بمعنى أن احتمال حدوث خطأ يساوى ٦ فى الألف.

٢. تم استخدام معامل ارتباط سبيرمان والذى يساوى ٠,٣٠٧ عند مستوى معنوية ٠,٠١ بمعنوية ٠,٠٠٦ بمعنى أن احتمال حدوث خطأ يساوى ٦ فى الألف.

مما يعنى أنه توجد علاقة بين المتغيرين تساوى ٢٣,٩% طبقاً لمعامل ارتباط كندال و ٣٠,٧% طبقاً لمعامل ارتباط سبيرمان وهذه العلاقة طردية لأن معامل الارتباط موجب، كما تعتبر علاقة معنوية يمكن الأخذ بها.

ولذلك نقبل الفرض العدم ونرفض الفرض البديل.

اختبار الفرض الثاني

H_0 الفرض العدم: لا توجد علاقة عكسية دالة احصائياً بين تطبيق الاستخدامات المعلوماتية في التعاملات المالية ، وبين التعرض للعديد من المخاطر الناتجة من الاستخدامات المعلوماتية.

H_1 الفرض البديل: توجد علاقة عكسية دالة احصائياً بين تطبيق الاستخدامات المعلوماتية في التعاملات المالية ، وبين التعرض للعديد من المخاطر الناتجة من الاستخدامات المعلوماتية.

ولاختبار هذا الفرض تم استخدام معاملات الارتباط اللا معلمية نظراً لأن البيانات تعتبر معلمية لأنها ناتجة عن استمارة استقصاء لدراسة العلاقة بين مجموع إجابات الجزء الثالث والجزء الخامس باستمارة الاستقصاء، لمعرفة ما إذا كانت العلاقة بينهم معنوية أم لا؟ وكانت النتائج كما يلي:

١. تم استخدام معامل ارتباط كندال والذي يساوي -٠,٢٣٢ عند مستوى معنوية ٠,٠٥ بمعنوية ٠,٠٢٥ بمعنى أن احتمال حدوث خطأ يساوي ٢٥ في الألف.
 ٢. تم استخدام معامل ارتباط سبيرمان والذي يساوي -٠,٣٠٥ عند مستوى معنوية ٠,٠٥ بمعنوية ٠,٠١٤ بمعنى أن احتمال حدوث خطأ يساوي ١٤ في الألف.
- مما يعنى أنه توجد علاقة بين المتغيرين تساوي ٢٣,٢% طبقاً لمعامل ارتباط كندال و ٣٠,٥% طبقاً لمعامل ارتباط سبيرمان وهذه العلاقة عكسية لأن معامل الارتباط سالب، كما أنها تعتبر علاقة معنوية يمكن الأخذ بها.

ولذلك نرفض الفرض العدم ونقبل الفرض البديل.

كما تبين من خلال الدراسة الميدانية ومن خلال حصر الأسئلة المفتوحة أن الفرص التي يوفرها استخدام التطبيقات المعلوماتية في التعاملات في الأوراق المالية بالمؤسسات كما يلي:

جدول يبين الفرص التي يوفرها استخدام التطبيقات المعلوماتية في التعاملات في الأوراق المالية بالمؤسسات، وتكرار الإجابة في السؤال المفتوح رقم (١) في استمارة الاستقصاء

م	الفرصة	التكرار
١	يمكن من خلالها زيادة فرص التوسع في كمية الأموال التي تتم في التعاملات التي تتم عبر الأسواق المالية.	٩
٢	تمكن شبكات الكمبيوتر من إدارة العمل بمؤسسات الأوراق المالية لنسبة كبيرة من التعاملات.	٦
٣	يمكن دعم تعاملات الأجانب في البورصة من خلال شبكات الكمبيوتر.	٥
٤	زودت عملية أتمتة الأسواق المالية ودعمها بشبكات الكمبيوتر العديد من الخدمات التي لم تكن متوافرة من قبل وبمعدلات أفضل.	٣
٥	التمكن من تسهيل السماح للمشاركة المتزايدة من جانب المستثمرين الصغار.	٢
٦	توفير الوقت اللازم لمتابعة حركة الأوراق المالية بالبورصة بالمؤسسات المتعاملة مع مؤسسات الأوراق المالية من خلال شبكات الكمبيوتر	١
٧	تزود الاتصالات من خلال شبكات الكمبيوتر بيئة لتزويد ثقافة دائمة التغير عن أسعار الأسهم في البورصة.	١

كما تبين من خلال الدراسة الميدانية ومن خلال حصر الأسئلة المفتوحة أن العيوب المصاحبة لاستخدام التطبيقات المعلوماتية في التعاملات في الأوراق المالية بالمؤسسات كما يلي:

جدول يبين العيوب المصاحبة لاستخدام التطبيقات المعلوماتية في التعاملات في الأوراق المالية بالمؤسسات وتكرار الإجابة في السؤال المفتوح رقم (٢) في استمارة الاستقصاء

م	العيوب	التكرار
١	ظهور العديد من الضغوط التنافسية من الجهات الخارجية التي تسعى وراء الحصول على معلومات عن الشركات المنافسة لها.	٨
٢	يحتاج النظام إلى أخصائيين متعلمين ومدربين على دراية كاملة بكيفية التعامل مع الشبكات وكيفية استخدام الكمبيوتر.	٧
٣	يحتاج النظام إلى التعامل المترامن مع العملاء عند الدخول إلى الأسواق.	٦
٤	التوسع في استخدام شبكات الكمبيوتر يحتاج إلى التعرف على الأنواع المختلفة من الأدوات المتاحة لدى المتعاملين مع المؤسسة من أصحاب أسهم أو عملاء.	٢
٥	الأسواق المالية تحتاج لتكامل بينها ليس فقط من حيث الاتصالات، ولكن أيضاً من حيث الأحداث التي يتم نشر معلومات عنها خلال شبكات الكمبيوتر.	٢
	صعوبة توفير أو دعم وسائل الأمان والخصوصية من خلال الشبكات.	١

كما تبين من خلال الدراسة الميدانية ومن خلال حصر الأسئلة المفتوحة أن الحلول المقترحة للتغلب على العيوب المصاحبة لاستخدام تكنولوجيات الصرافة الحديثة ونظم نقل التمويل إلكترونياً بمؤسسات سمرة الأوراق المالية كما يلي:

جدول يبين الحلول المقترحة للتغلب على العيوب المصاحبة لاستخدام التطبيقات المعلوماتية في التعاملات في الأوراق المالية بالمؤسسات ، وتكرار الإجابة في السؤال المفتوح رقم (٣) في استمارة الاستقصاء

م	الحل المقترح	التكرار
١	يمكن الاستفادة من المعلومات المتاحة عن الأوراق المالية عن طريق استعراض المعلومات لحظة صدورها.	٧
٢	تقليل المخاطر من استخدام الشبكات أو التعرض لمخترقي النظام الإلكتروني عن طريق أجهزة الحوائط النارية المخصصة لذلك.	٣
٣	العمل على التكامل ما بين عناصر الشبكة كلها الأخرى لضمان النجاح في التعامل مع الأسواق المالية إلكترونياً.	٢

النتائج والتوصيات الخاصة بالدارسة

جدول يوضح كل نتيجة والتوصية الخاصة بها والقائم بالتنفيذ

م	النتيجة	التوصية الخاصة بها	القائم بالتنفيذ
١	أي تطبيق للاستخدامات المعلوماتية فى إدارة الأوراق المالية لم يكن مفهومًا أو موثوق به من قبل العاملين مما قد يسبب مشكلات فى البداية.	يستلزم مع تطبيق نظام جديد للاستخدامات المعلوماتية فى إدارة الأوراق المالية عمل دليل للرقابة ومتابعة العمل من خلال هذا الدليل.	إدارة الاستثمار
٢	لا يمكن تطبيق نظام للاستخدامات المعلوماتية فى إدارة الأوراق المالية بدون مقاومة العاملين له.	يمكن أن يتم تطبيق النظم الجديدة للاستخدامات المعلوماتية فى إدارة الأوراق المالية بشكل تدريجى حتى يمكن للعاملين تقبلها.	إدارة الاستثمار
٣	يظهر العائد على الاستثمار فى الأوراق المالية مباشرة نتيجة للتحسين فى النظم المعلوماتية بالمؤسسة.	العمل على إزالة كافة المعوقات والتحديات التى تواجه التحسين فى النظم المعلوماتية بالمؤسسة	إدارة الحاسب الآلى
٤	يحتاج التخطيط لإنشاء النظم المعلوماتية وتنفيذها إلى ربط احتياجات العمل بها.	تطوير إطار عام للنظم المعلوماتية بالمؤسسات	إدارة الحاسب الآلى
٥	حتى يمكن التأكيد على إنجاز التعاملات المالية اليومية من خلال النظم المعلوماتية لابد من متابعة العمل مع المسؤولين فى المؤسسات المالية أولاً بأول.	القيام بتوفير وسائل الاتصالات المختلفة سواء السلكية أو اللاسلكية للتأكيد على إتمام القيام بالتعاملات المالية.	إدارة الحاسب الآلى
٦	تحديد الحاجات للنظم المعلوماتية يسهل من استخدامها.	تطوير تفهم الحاجات للنظم المعلوماتية فى التعاملات المالية	إدارة الحاسب الآلى
٧	هناك العديد من الاعتبارات الواجب أخذها فى الاعتبار عند استخدام النظم المعلوماتية فى التعاملات المالية لضمان عدم التعرض لمخاطر ناتجة عن ذلك	التعرف على الاعتبارات الواجب أخذها فى الاعتبار عند استخدام النظم المعلوماتية فى التعاملات المالية.	إدارة الحاسب الآلى

المراجع

المراجع العربية

الكتب

١. إبراهيم أحمد الصعيدى- دراسات فى نظم المعلومات المحاسبية والإدارية- مكتبة عين شمس- القاهرة- ١٩٩٤.
٢. إسماعيل السيد- نظم المعلومات لاتخاذ القرارات الإدارية- الإسكندرية- المكتب العربى الحديث.
٣. حشمت قاسم- دراسات فى علم المعلومات- مكتبة غريب- القاهرة- ١٩٨٤.
٤. محمد السعيد خشبه- نظم المعلومات- دار المعارف- القاهرة- ١٩٩٢.
٥. محمد فهمى وآخرون- الحاسب ونظم المعلومات الإدارية - مطابع المكتب المصرى الحديث ١٩٩٣.
٦. منير محمود سالم - نظم المعلومات والحاسب الإلكتروني- دار النهضة العربية- القاهرة- ١٩٨٠.
٧. ميشيل بورز وآخرين- تطوير نظم معلومات الحاسب الآلى- معهد الإدارة العامة- الرياض - السعودية- ١٩٨٨.

References foreign

Books

8. Debra Cameron – security issues for the Internet and the world wide web- Computer Technology Research Group. 1996
9. Denis Corner, Englewood Cliffs- Information Systems Specification & Design Road Map- Prentice Hall , 1986
10. E.Burton Swan son- Information system Implementation – USA – Richaes D. Irwin, Inc., 1988 .
11. Ian win Field-Information Systems Series: Organization & Information Technology Systems, Power & Job Design- London, Blackwell Scientific Pub. 1990
12. Mary Modahl- Now or Never: How Companies must change Today to win the Battle for Internet Consumers- Harper Business- 2000
13. Mohan Nair- Activity – Based Information systems: An Executive's Guide to Implementation – John Wiley & Sons- 1999
14. Ralph H. Spraghe & Hugh J. Watson – Decision Support Systems: Putting Theory into Practice – 3rd edition – USA- Prentice – Hall inc., 1993

Periodicals

15. Anusha Ghari, Peter Blair Henry- Firm specific information and the efficacy of investment- national Bureau of Economic research may2006.
16. Ashish Kothari, Joseph Lackner - A value based approach to management - Journal of Business & Industrial Marketing - Volume: 21 Issue: 4 Page: 243 – 249 - Year: 2006
17. Byron Reimus – The IT system that couldn't Deliver – Harvard Business Review May- June 1997 pages 22-23
18. Chris Davison- Funds of funds - an industry in transition – Alt Assets 19/02/2003.
19. Daniel Ben-Ami - Risk aversion: the driver of the financial markets – Journal of Balance Sheet - Volume: 9 Issue: 2 Page: 24 – 25 - Year: Jun 2001

20. Daniel Ben-Ami - Risk aversion: the driver of the financial markets - Balance Sheet Journal Volume: 9 Issue: 2 Page: 24 - 25 Year: Jun 2001.
21. David Clementi - Financial markets: implications for financial stability – Journal of Balance Sheet - Volume: 9 Issue: 3 Page: 7 – 12 Year: Sep 2001.
22. David Ng - The impact of corruption on financial markets – Journal of Managerial Finance - Volume: 32 Issue: 10 Page: 822 – 836 - Year: 2006
23. Dominic Dúdly- .com renewed Interest- New Media Age- 15 November 2001 – pages 41-44
24. Edward Stringham, Peter Boettke - Brokers, bureaucrats and the emergence of financial markets - Volume: 30 Issue: 2 Page: 57 – 71 - Year: Feb 2004
25. Giampaolo Gabbi - Measuring liquidity risk in a banking management framework – Journal of Managerial Finance - Volume: 30 Issue: 5 Page: 44 – 58 - Year: May 2004
26. Jane M. Kolodinsky, Jean M. Hogarth, Marianne A. Hilgert – The adoption of electronic banking technologies by US consumers – The international Journal of bank marketing Vol.22 No. 4 pages 238-259 Year 2004.
27. Joao F. Proença, Luis Mota de Castro - Cross boundary relationships in Portuguese banking and corporate financial services – Journal of International Journal of Bank Marketing - Volume: 18 Issue: 7 Page: 338 – 346 - Year: Dec 2000.
28. Kimberly Hedley, Jhn White Cornaic Petit dil-de la Roche, Sunny Baerjes – Banking 2015: A classic strategy battle of scale vs. Focus – Journal of strategy & leadership vol. 34 issue 3 pages 51- 58 year 2006.
29. Malte Geib, Lutz M. Kolbe, Walter Brenner - CRM collaboration in financial services networks: a multi-case analysis - Volume: 19 Issue: 6 Page: 591 – 607 Year: 2006
30. Meri Meredith - The Bloomberg Financial Markets Information Databases: A Simple Introduction to a Complex Financial System - Journal: Reference Services Review - Volume: 25 Issue: 2 Page: 73 – 78 - Year: Aug 1997
31. R. Barry Johnston, Oana M. Nedelescu - The impact of terrorism on financial markets - Journal of Financial Crime - Volume: 13 Issue: 1 Page: 7 - 25 Year: 2006
32. Suk –ching Ho, Chi – Fai Chan , Dan – lin Hsu – new banking technology in Hong Kong – International Journal of bank marketing vol.8 no.6 Dec 1990.
33. Teare, Diane – Designing Cisco networks Indianapolis – Cisco press July 2006.
34. Thirachai Phuvanathanarubala – Globalisation Financial Markets and the operation of monetary policy: the case of Thailand - in BIS Working Paper No. 23, Globalisation and Monetary Policy in Emerging Markets, May.
35. Thomas Glassner, Tom Keller mann- Transaction public policy issues – June 2002 – the world Bank .
36. Yasuo Matsushita - Recent Financial and Economic Conditions in Japan - December 12, 1997.
37. Yuanqin Li - An empirical investigation to IT corporation using collocational networks method - Journal: Industrial Management & Data Systems - Volume: 106 Issue: 3 Page: 423 - 436 Year: 2006
38. Yuanqin Li - An empirical investigation to IT corporation using collocational networks method - Industrial Management & Data Systems Journal Volume: 106 Issue: 3 Page: 423 - 436 Year: 2006.

Selected Internet resources

39. www.agilent.com/about/risk.html-Risk factors
40. www.mailbase.ac.uk/lists/bcs-nci/1998-03/0032.html – Innovative Internet Information systems (IIS-98)
41. source:www.harcourtcollrge.com/infosys/london/student/researches

Footnote

¹ Jeff Madura - International Financial Management - South-Western Pub, 2009

² Didier Sornette - **Why stock markets crash: critical events in complex financial systems** - Princeton University Press, 2003

³ Malte Geib, Lutz M. Kolbe, Walter Brenner - **CRM collaboration in financial services networks: a multi-case analysis** - Volume: 19 Issue: 6 Page: 591 – 607 Year: 200

⁴ Joao F. Proença, Luis Mota de Castro - Cross boundary relationships in Portuguese banking and corporate financial services – **Journal of International Journal of Bank Marketing** - Volume: 18 Issue: 7 Page: 338 – 346 - Year: Dec 2000.

⁵ R. Barry Johnston, Oana M. Nedelescu - The impact of terrorism on financial markets - **Journal of Financial Crime** - Volume: 13 Issue: 1 Page: 7 - 25 Year: 2006

” الأزمة المالية العالمية وأثرها على السياسات السكانية ”

د. محمد أحمد الخولي

مدرس بقسم الرياضيات والإحصاء والتأمين

أكاديمية السادات للعلوم الإدارية

مقدمة:

يشهد الاقتصاد العالمي أخطر أزمة مالية واقتصادية منذ الكساد الكبير، التي لا تزال تهدد قدرة العديد من سياسات الدول المستهدفة لمواجهة قضايا السكان مثل الفقر والجوع والمرض والتنمية البشرية والمستدامة. فعندما بدأت الأزمة تتعمق، أصبح شدة تأثيرها على الدول النامية يزداد سوءاً بسرعة، لاسيما من حيث ارتفاع معدلات البطالة واتساع الفجوة التمويلية خارجياً، وقد ساهم الانخفاض الحاد في تدفقات التجارة الدولية، وانهيار في أسعار السلع الأساسية، وانخفاض في السياحة الدولية وترشيد التحويلات المالية إلى تدهور كبير في موازين المعاملات الجارية لدى العديد من الدول النامية وسياساتها السكانية للمستهدفة.

وفي ظل الأزمة المالية العالمية فقد فوضت الأمم المتحدة قمة زعماء العالم التي عقدت في حزيران / يونيو في ديسمبر ٢٠٠٨ في الدوحة، قطر لمتابعة المؤتمر الدولي للتمويل من أجل التنمية وقد طلبت الدول الأعضاء من الجمعية العامة تنظيم اجتماع على أعلى مستوى (<http://www.un.org/ga/econcrisissummit>). لذا تلقي ورقة العمل الحالية الضوء على أهم التحديات والمعوقات التي تواجه تنفيذ السياسات السكانية المستهدفة بهدف تحقيق معدلات النمو الاقتصادي والديمقراطي المرغوب فيها على مستوى دول العالم وفي مصر بصفة خاصة.

أهداف ورقة العمل:

تهدف ورقة العمل إلى تحليل أثر الأزمة المالية وتداعياتها على وجود التحديات التي تعوق تحقيق السياسات السكانية المستهدفة في مصر وتقويض فرص تحقيقها ولاسيما السياسات التي تسعى إلى تحقيق مستوى الإحلال عام ٢٠١٧م وهو طقّلين لكل أسرة والتقدم نحو أهداف الألفية بحلول عام ٢٠١٥م، بالإضافة إلى تحديد أهم الفرص التي يمكن الاستفادة منها في ضوء الاهتمام العالمي بقضايا السكان ومحاولة معالجة الآثار الناتجة عن أسباب الأزمة المالية العالمية.

أهمية ورقة العمل:

إفادة متخذي القرار وواضعي السياسات الاقتصادية والسكانية في مصر لإعداد وتصميم البرامج المناسبة من خلال الوقوف على أهم الفرص والتحديات ونقاط القوة والضعف لتحقيق الأهداف المستهدفة في ظل الأزمة المالية العالمية، واقتراح الحلول المناسبة التي تساعد في تحقيق المستهدف وتوجيه البرامج المناسبة للوصول إلى التنمية المنشودة للسكان.

المنهجية المستخدمة :

تعتمد ورقة العمل على منهجية SWOT من خلال تحديد نقاط القوة والضعف والفرص والتحديات في ظل تداعيات الأزمة المالية العالمية على تحقيق السياسات السكانية المستهدفة في

مصر ولاسيما المتعلقة بمستويات الخصوبة المستهدفة (طفلين لكل أسرة)، ومدى الوفاء بتلبية أهداف المنظمات العالمية المعنية بشئون السكان والتنمية ولاسيما أهداف الألفية للأمم المتحدة بحلول عام ٢٠١٥م.

الأزمة المالية العالمية والسكان:

بدأت إرهابات الأزمة المالية العالمية في الظهور حين تدهور الاقتصاد الأمريكي ثم أعقبه الاقتصاد الأوروبي والياباني وبدأت تنعكس آثارها السلبية على كافة دول العالم والتي منها مصر حيث أثرت الأزمة على اقتصاد الدول في قطاعاته التمويلية المختلفة وميزان المدفوعات والموازنة العامة للدولة. وكان من أهم مظاهر هذه الأزمة المالية العالمية على سبيل المثال وليس الحصر سرعة سحب الإيداعات من البنوك وقيام العديد من المؤسسات المالية بتجميد منح القروض للشركات والأفراد خوفاً من صعوبة استردادها مع نقص السيولة المتداولة لدى الأفراد والشركات والمؤسسات المالية، وهذا أدى إلى انكماش حاد في النشاط الاقتصادي وفي جميع نواحي الحياة؛ فضلاً عن انخفاض مستوى التداولات في أسواق النقد والمال وانخفاض مستوى الطاقة المستغلة في الشركات بسبب نقص السيولة وتجميد الحصول على القروض من المؤسسات المالية إلا بأسعار فائدة عالية جداً وضمانات مغلظة وانخفاض المبيعات، ولاسيما في قطاع العقارات والسيارات وغيرها؛ بسبب ضعف السيولة، بالإضافة إلى ازدياد معدلات البطالة وازدياد معدل الطلب على الإعانات الاجتماعية من الحكومات وانخفاض معدلات الاستهلاك والإنفاق والادخار والاستثمار، وهذا أدى إلى مزيد من: الكساد، والبطالة، والتعثر، والتوقف، والتصفية، والإفلاس.

وقد أشار تقرير الأمم المتحدة إلى إن نمو الاقتصاد العالمي سيتباطأ إلى ١% في ٢٠٠٩ بفعل تأثير الأزمة المالية العالمية وحث تقرير "وضع وآفاق الاقتصاد العالمي ٢٠٠٩" الذي صدرت نسخة مبكرة منه في مؤتمر للتنمية بالدوحة ٢٠٠٩م على ضرورة إيجاد برامج تحفيز عالمية منسقة للحد من تأثير التباطؤ في اقتصادات الغرب على الدول الفقيرة، وكانت معدلات النمو الاقتصادي العالمي في حدود ٣,٥% إلى ٤% في الفترة من ٢٠٠٤ إلى ٢٠٠٧ ويقول التقرير أن المناخ الاقتصادي للدول النامية تدهور بشكل حاد، ومعظم الاقتصادات المتقدمة دخلت في ركود خلال النصف الثاني من ٢٠٠٨ وانتقل هذا التباطؤ الاقتصادي إلى الدول النامية واقتصادها في عام ٢٠٠٩ (عبد المعبود، داليا، ٢٠٠٩).

وقد أثرت هذه الأزمة المالية العالمية سلباً على جميع الدول، ولاسيما الدول النامية، وهددت سبل العيش ورفاهية وفرص التنمية لملايين من السكان، وهذه الأزمة أدت أيضاً إلى تكثيف الجهود الرامية إلى إصلاح وتعزيز النظام المالي الدولي، والتحدي الذي يواجهه دول العالم هو ضمان أن تكون الإجراءات والاستجابات للأزمة متناسبة مع حجمها وعمقها مع إيجاد التمويل الكافي وتنفيذه على وجه السرعة بشكل مناسب ومنسق دولياً (United Nations, DESA, 2009) وترتبط هذه الأزمة بأزمات أخرى متشابكة متعددة وتحديات عالمية تواجه دول العالم مثل زيادة انعدام الأمن الغذائي، وتقلب أسعار الطاقة وأسعار السلع الأساسية وتغير المناخ، فضلاً

عن عدم التوصل إلى نتائج حتى الآن في المفاوضات التجارية المتعددة الأطراف وفقدان الثقة في النظام الاقتصادي الدولي.

الانكماش الاقتصادي العالمي هو أعمق بكثير من التقديرات الأولية، ومن المتوقع أن يكون الانتعاش تدريجي ومتنوع في حين أن بعض البلدان لا تزال تواجه إيجابية على الرغم من بطء النمو الاقتصادي بكثير عما كان عليه، وآخر تقديرات للأمم المتحدة تشير إلى أن الناتج العالمي سينخفض بنسبة ٢,٦% في عام ٢٠٠٩، وهو أول انخفاض من نوعه منذ الحرب العالمية الثانية، وهي بالتالي تعتبر أزمة تهدد بعواقب مأساوية للتنمية البشرية.

فملايين السكان في ظل الأزمة المالية الراهنة في جميع أنحاء العالم فقدوا وظائفهم، ودخلهم ومدخراتهم ومنازلهم. وقد قدر البنك الدولي إلى أنه أكثر من ٥٠ مليون شخص قد اضطروا للنزوح نحو الفقر المدقع، ولاسيما النساء والأطفال. كما أشارت منظمة الأغذية والزراعة التابعة للأمم المتحدة إلى أن الأزمة ساهمت في زيادة عدد الجوع والذين يعانون من نقص التغذية في جميع أنحاء العالم حيث ارتفع عددهم إلى أعلى مستويات تاريخية بلغت أكثر من مليار شخص (United Nations, DESA, 2009).

أسباب الأزمة المالية العالمية:

إدارة الأزمة المالية والاقتصادية تكون معقدة ومتعددة الأوجه. ويعتبر من الأسباب الرئيسية للأزمة هو أنها كانت مرتبطة بنظم مالية هشة بها اختلالات ساهمت في عدم كفاية الأداء للاقتصاد العالمي. ومن العوامل الرئيسية الكامنة في الوضع الراهن أنها اشتملت على سياسات اقتصادية كلية غير متسقة ومنسقة بشكل كاف وعدم كفاية الإصلاحات المتطورة، مما أدى ذلك إلى نتائج لا يمكن تحملها للاقتصاد الكلي العالمي. وأدت هذه العوامل إلى فشل رئيسي في النظام المالي والإشراف والرقابة على القطاع المالي، وعدم كفاية المراقبة والإنذار المبكر. وهذه الإخفاقات التنظيمية زادت نتيجة الاعتماد المفرط على التنظيم الذاتي للسوق، والافتقار العام للشفافية والنزاهة المالية والسلوك غير المسؤول مما أدت إلى الإفراط في المخاطرة، وبالتالي أصبح لا يمكن تحمل ارتفاع أسعار الأصول، والاستفادة من مستويات عالية من الاستهلاك التي يغذيها الائتمان وأسعار الأصول المتضخمة (United Nations, DESA, 2009).

ويعتبر أيضاً من أسباب الأزمة المالية فشل المنظمين الماليين، وواضعي السياسات والمؤسسات المالية لتقدير القياس الكامل لمخاطر النظام المالي أو معالجة مدى ضعف النمو الاقتصادي المتزايد وروابطه عبر الحدود المختلفة للدول، كما قد ساهم عدم كفاية التركيز على التنمية البشرية العادلة على التفاوت الكبير بين الدول والشعوب إلى تفاقم الأزمة، ومن مواطن الضعف الأخرى هي طبيعة النظام المالي العالمي التي أسهمت أيضاً في تلك الأزمة الحالية، وبالتالي ظهرت الحاجة إلى مزيد من التدخل الحكومي الفعال لضمان التوازن المناسب بين السوق العالمي والمصلحة العامة للسكان داخل كل دولة.

السياسات السكاتية المستهدفة:

أهم ما يميز تقرير التنمية البشرية عام ٢٠٠٥م أنه جاء لتقييم التقدم نحو أهداف التنمية للألفية

ويسعى إلى قياس مقدار الفوائد الممكنة لإنجاز هذه الأهداف الإنمائية بحلول عام ٢٠١٥م، وقد تمثلت هذه الأهداف الثمانية فيما يلي:

■ الهدف الأول: استتصال الجوع والفقر الشديدين. بإنقاص نسبة الذين يعيشون بأقل من دولار واحد في اليوم، ونسبة سوء التغذية إلى النصف.

■ الهدف الثاني: تحقيق شمولية التعليم الابتدائي. بضمان تمكن جميع الأطفال من إكمال التعليم الابتدائي.

■ الهدف الثالث: تعزيز المساواة الجنوسية وتمكين النساء من حياتهن. من خلال إزالة التفاوت بين الجنسين في التعليم الابتدائي والثانوي.

■ الهدف الرابع: تخفيض نسبة وفيات الطفولة. من خلال إنقاص نسبة وفيات الأطفال دون الخامسة بمقدار الثلثين.

■ الهدف الخامس: تحسين صحة الأمومة. من خلال تخفيض معدل الوفيات إبان الحمل والوضع بمقدار ثلاثة أرباع.

■ الهدف السادس: مكافحة فيروس نقص المناعة البشرية (الإيدز/السيدا) والملاريا وأمراض أخرى. من خلال وقف نهائي لانتشار فيروس نقص المناعة والبدء في تقليص هذا الانتشار.

■ الهدف السابع: ضمان الاستقرار أو الاستدامة البيئية. من خلال إنقاص نسبة المحرومين من فرصة مستدامة للحصول على مياه الشرب المأمونة والصرف الصحي الآمن.

■ الهدف الثامن: تطوير شراكة عالمية شاملة للتنمية. من خلال إصلاح أنظمة المعونات والتجارة، مع معاملة خاصة لأفقر البلدان.

كما قد تمثلت أهداف السياسة القومية للسكان بالنسبة لجمهورية مصر العربية وبما يتفق مع متطلبات أهداف و سياسات المنظمات الدولية المعنية بشئون السكان والتنمية في الآتي:

■ خفض معدل النمو السكاني.

■ تحقيق توزيع جغرافي أفضل للسكان.

■ الارتقاء بالخصائص السكانية.

■ تقليل التفاوتات الديموجرافية والاجتماعية والاقتصادية بين السكان والمناطق المختلفة.

وفي ضوء اعتبار السعي نحو مواجهة التحديات الناشئة عن الأزمة المالية واقتناص الفرص التي قد تنجم عن الاهتمام العالمي بمعالجة قضايا السكان قد يساهم في رفع مستوى التنمية وتحقيق الأهداف المنشودة من وضع السياسات السكانية باعتبارها من أهم أولويات الدولة في المرحلة الراهنة، وذلك من خلال إيجاد المقترحات والحلول المناسبة لتحسين اتجاهات النمو السكاني والتنموي معاً في ظل الأزمة المالية العالمية الراهنة التي تمر بها كافة دول العالم.

وتعتبر السياسات السكانية جزءاً لا يتجزأ من منظومة التنمية الاقتصادية للمجتمع المصري التي يتمثل هدفها الرئيسي في تحسين نوعية الحياة. ومن ثم كخط استراتيجي يتعين إدماج الاهتمامات السكانية في الإستراتيجيات الإنمائية، والتخطيط وعملية اتخاذ القرار، وتخصيص

الموارد علي جميع المستويات من أجل تعزيز العدالة الاجتماعية والقضاء علي الفقر عن طريق النمو الاقتصادي المطرد في سياق التنمية المستدامة (قطاع السكان وتنظيم الأسرة، وزارة الصحة والسكان، مارس ٢٠٠٧م).

ويعد النمو السكاني السريع من أهم المشكلات التي تواجه التنمية في مصر وفي ظل وجود الأزمة المالية العالمية وتداعياتها على الدول النامية بما فيها مصر، مما قد يكون له تأثير سلبي على التنمية الاقتصادية والاجتماعية، وقد أسفرت جهود الدولة في مجال تنظيم الأسرة والتوعية بخطورة الزيادة السكانية عن تراجع ملموس في معدل النمو السكاني من ٢,١ % عام ١٩٩٦م إلى ١,٩١ % عام ٢٠٠٥م، وقد بلغت الزيادة الطبيعية للسكان خلال عام ٢٠٠٥م نحو ١,٣٥٠,٣٤٣ نسمة أي بزيادة شهرية نحو ١١٢,٥٢٩ نسمة، وزيادة يومية نحو ٣,٧٠٠ نسمة، أي زيادة فرد كل ٢٣,٤ ثانية (الجهاز المركزي للتعبئة العامة والاحصاء، ٢٠٠٦م). لذا تعد المشكلة السكانية بأبعادها الثلاثة (الزيادة السكانية والتوزيع السكاني والخصائص السكانية) من أخطر المشاكل التي تواجه مصر ولا تعطي فرصة لوجود مستوى تنموي عالي للدولة ولا للمواطن خصوصاً في ظل الأزمة المالية العالمية الراهنة وارتفاع معدلات البطالة وانخفاض المعونات المانحة من الدول المتقدمة لمشاريع السكان والتنمية، ولذا تشكل كل من الأزمة المالية ومعدلات الزيادة السكانية معاً في مصر حالياً عائقاً كبيراً أمام تحقيق السياسات السكانية المستهدفة لرفع معدلات النمو الاقتصادي.

وهو ما أدركته أخيراً سياسات الدولة حيث وضعت المشكلة السكانية كأولوية هامة في نظرتها للتنمية في مصر لمواجهة التحديات التي تواجه مسيرة العمل الوطني، وإدراك الخلل بين أعداد السكان ونموها والموارد الطبيعية والنمو الاقتصادي وتأثير هذا الخلل على النواحي الاجتماعية والاقتصادية والصحية ورفاهية المجتمع، وهذا يستوجب تكامل الأهداف السكانية مع خطط التنمية الاقتصادية والاجتماعية (المصدر: الموقع الالكتروني للحزب الوطني الديمقراطي فيما يخص سياسات الحزب الوطني الديمقراطي بجمهورية مصر العربية). ولكي يكون بالإمكان المساهمة في تحقيق السياسات السكانية المستهدفة بجمهورية مصر العربية فلا بد من الوقوف على كافة الأبعاد المؤثرة عليها بما فيها البعد المتعلق بالأزمة المالية العالمية وأبعادها والتحديات التي تقابلها تلك السياسات في ضوء تلك الأزمة والفرص التي يمكن اقتناصها بجانب التمسك بمشاركة جميع قوى المجتمع الحكومي والأهلي والمدني على السواء من خلال التركيز على مبدأ اللامركزية في صنع القرار ورسم الخطط والاستراتيجيات التنموية للسكان تبعاً لظروف الأزمة المالية المحيطة بالمجتمع داخل كل محافظة من محافظات جمهورية مصر العربية، وهو ما أكدته أيضاً تقرير التنمية البشرية في مصر عام ٢٠٠٤م من مشاركة السلطات الإقليمية والمركزية في مسئولية عمليات اتخاذ القرار التي نحتاجها لتحسين أوضاعنا السكانية وضمان تحقيق تنمية اقتصادية مستدامة للجميع، ولاسيما بالمحافظات التي تعاني قصوراً في معدلات التنمية البشرية وارتفاع النمو السكاني بها (المصدر: تقرير التنمية البشرية في مصر عام ٢٠٠٤م)، والتي سوف يكون لتأثير الأزمة المالية العالمية أشد على ضعف سبل المعيشة داخل تلك المحافظات وانتشار

معدلات الفقر والمرض داخل مواطنيها.

تداعيات الأزمة المالية على الوضع السكاني العالمي:

تهدد انتشار الأزمة المالية العالمية بتقويض أحد الأهداف التنموية والصحية للأمم المتحدة وهو تنظيم الأسرة وقد عبر المسؤولون بالأمم المتحدة عن مخاوفهم من أن التمويلات المخططة لخدمات الصحة الإنجابية قد تقصر في تحقيق هدفها. فضلاً عن تأثير الأزمة المالية والاقتصادية العالمية على تفشي وازدياد ظاهرة الهجرة غير الشرعية خصوصاً بين الدول النامية والدول العربية وهو ما دعا خبراء الهجرة الدولية بالأمانة العامة لجامعة الدول العربية خلال الفترة من يونيو- يوليو ٢٠٠٩م إلى ضرورة إجماع قضايا الحد من الهجرة غير الشرعية في استراتيجيات التنمية الاقتصادية (Deen, Thalif, 2009). ووفقاً لآخر الإحصائيات الصادرة عن الأمم المتحدة أن مساهمات ومساعدات الجهات الدولية المانحة للأنشطة السكانية استمرت في الزيادة على مدى السنوات السابقة كما تتضح من خلال الجدول التالي:

جدول (١): تقديرات قيم المساهمات والمعونات المتوقعة للجهات المانحة للأنشطة السكانية

الفترة المتوقعة	القيمة (بليون دولار)
٢٠٠٦	٧,٤
٢٠٠٧	٨,١
٢٠٠٨	١١,١
٢٠٠٩	١١,٢

- المصدر: الأمم المتحدة UN، تقرير لجنة السكان والتنمية، ٢٠٠٩.

يتضح من الجدول السابق أنه في عام ٢٠٠٦ بلغت مساهمات ومعونات الجهات الدولية لأنشطة وسياسات السكان نحو ٧,٤ بليون دولار ثم ارتفعت إلى حوالي ٨,١ مليار دولار في عام ٢٠٠٧، وقد كان التمويل المتوقع لعامي ٢٠٠٨ يقدر بنحو ١١,١ بليون وفي عام ٢٠٠٩ نحو ١١,٢ مليار على التوالي. ولكن في ظل الأزمة المالية العالمية الراهنة في العالم أصبح ليس من المؤكد ما إذا كان المانحون سوف يستطيعوا الإيفاء بمستوى التزاماتهم المستقبلية المتوقعة، والاستمرار في زيادة مستويات التمويل كما فعلوا في السنوات القليلة الماضية لتحقيق السياسات السكانية المستهدفة خصوصاً في دول العالم النامي.

وقد أشار تقرير جديد صدر يتزامن مع الدورة التي استمرت أسبوعاً للجنة الأمم المتحدة للسكان والتنمية (وثيقة البرنامج القطري) إلى أنه من الممكن أن الإحصائيات النهائية الممثلة لمساهمات ومعونات الجهات الدولية المانحة لأنشطة السياسات السكانية المستهدف لعام ٢٠٠٨ و ٢٠٠٩ سوف تشهد انخفاض في مستويات التمويل لمساعدة السكان في دول العالم الثالث، وأن التهديد الذي يتعرض له التمويل لأنشطة السكان يأتي في وقت كانت فيه الأمم المتحدة قد حذرت من أن من أهدافها الإنمائية للألفية بحلول عام ٢٠١٥م، بما في ذلك خفض ٥٠ % لحالات الفقر والجوع في العالم بحلول عام ٢٠١٥، من المرجح أن تكون عرضة لخطر وبطء تحققها خلال

الوقت المستهدف في جميع أنحاء العالم نتيجة الاضطراب الاقتصادي في ضوء الأزمة المالية العالمية التي تمر بها دول العالم.

فعلى سبيل المثال نجد أن أحد الأهداف الإنمائية للألفية الثمانية والتي تتعلق بوصول الجميع إلى خدمات الصحة الإنجابية ، إلى جانب خفض معدلات وفيات الأمهات بنسبة ثلاثة أرباع فقد كانت المساعدات المالية المستهدفة التي حددها المؤتمر الدولي للسكان والتنمية في مصر نحو ١٥ عاما لم تستطع أن تقابل تلبية الاحتياجات الحالية للسكان في دول العالم التي نمت بشكل كبير خلال العقد الماضي وفي ظل الأزمة المالية الاقتصادية الراهنة. وقد حدد المؤتمر ٢٠,٥ مليار دولار لعام ٢٠١٠ ، ولكن يعتبر هذا الرقم ليس كافي لتلبية الاحتياجات الحالية للبلدان النامية في مجال تنظيم الأسرة والصحة الإنجابية والأمراض المنقولة بالاتصال الجنسي (فيروس نقص المناعة البشرية / الإيدز) وإعداد البحوث الأساسية والبيانات والسكان والتنمية وتحليل السياسات السكانية المستهدفة

وقد أشار صندوق الأمم المتحدة للسكان إلى أن فجوة التمويل في مجال الصحة الإنجابية والسكان وخاصة تنظيم الأسرة، لا بد من معالجتها على وجه السرعة لضمان إحراز تقدم ملموس في السياسات السكانية المستهدفة عالمياً. وأشار إلى أن نسبة المساعدات المقدمة من المانحين لتنظيم الأسرة وحدها كنسبة مئوية من مجموع المساعدات السكانية قد انخفضت من ٥٥% في عام ١٩٩٥ حيث بلغ مجموعها ٧٢٣ مليون دولار إلى ٥% فقط في عام ٢٠٠٧، بلغ مجموعها ٣٣٨ مليون دولار فقط، وإذا لم يحدث تراجع في نسب انخفاض التمويل الدولي لخدمات تنظيم الأسرة فإن ذلك يهدد بعرقلة الجهود الدولية لتحقيق الأهداف الإنمائية للألفية ، ولن يكون بمقدرة المنظمات الدولية والسياسات السكانية المستهدفة للقضاء على الفقر المدقع والجوع وعدم المساواة وتحقيق الأهداف الإنمائية الأخرى، ما لم يتم إيلاء اهتمام أكبر لقضايا السكان وتخصيص مزيد من الموارد الاقتصادية لتمكين المرأة والصحة الإنجابية، بما في ذلك الرعاية الصحية للأمهات وتنظيم الأسرة، خصوصاً أن هناك حوالي ٢٠٠ مليون امرأة في دول العالم النامي لديهن احتياجات غير ملباة لوسائل منع الحمل الفعالة، وتوجد أعلى نسبة لهن في قارة أفريقيا. وقد أشارت التقديرات الحالية في ظل الأزمة المالية العالمية إلى وجود فجوة في الاحتياجات غير الملباة بالدول النامية في مجال تنظيم الأسرة وعدم إحراز تقدم في بعض المؤشرات الرئيسية مثل وفيات الأمهات وانتشار الأمراض. وقد أنتجت الأزمة تأثيرات متباينة بصورة واسعة النطاق. فمنذ بداية الأزمة كثير من الدول تفاقمت لديها آثار سلبية، والتي اختلفت حسب كل دولة ومستوى التنمية بها (United Nations, DESA, 2009).

أهم التحديات والفرص باستخدام منهجية SWOT:

قد قامت ورقة العمل بإعداد الجدول التالي الذي يعكس مجموعة من التحديات والفرص التي قد يكون لها تأثير على تحقيق السياسات السكانية المستهدفة في مصر في ظل تداعيات الأزمة المالية العالمية، وذلك على النحو التالي:

جدول (٢): أهم الفرص والتحديات لتحقيق السياسات السكانية المستهدفة في مصر
في ظل تداعيات الأزمة المالية العالمية الراهنة

(٢٠٠٠-٢٠١٠)	(٢٠١٠-٢٠٢٠)
S جوانب القوة	W جوانب الضعف
<p>١- اقتصادية:</p> <ul style="list-style-type: none"> توافر العمالة الماهرة المصرية التي لم تتوفر لها الظروف المناسبة للعمل بجانب إلى القوة البشرية العاطلة المهيأة للتدريب السريع واستثمارها. توافر المساحات الصحراوية الشاسعة منتظرة للاستصلاح والاستثمار الزراعي والعقاري. توافر المياه في مصر سواء كانت نيلية أو جوفية . وجود أكبر سوق إستهلاكي في الشرق الأوسط. وجود اتفاقيات عديدة مع الأسواق الإقليمية والعالمية. ضعف إقراض الأموال المصرية للبنوك خارجية واستغلالها لأهداف التنمية في مصر زيادة اهتمام من قبل البنوك بعدم إقراض أشخاص لا يتمتعون بذمة مالية قوية تجعلهم غير قادرين على الوفاء بسداد ديونهم للبنك . <p>٢- ديموجرافية:</p> <ul style="list-style-type: none"> قرب مصر من مرحلة التحول الديموجرافي من خلال الانتقال من معدلات الإنجاب والوفيات المرتفعة إلى المعدلات المنخفضة. استغلال الهبة الديموجرافية أي (زيادة نسبة السكان الداخلين في سوق العمل إلى اجمالي السكان وخفض معدلات الإعالة إلى أدناها) ومدى إمكانية وتوقيت حدوث ذلك في مصر في ضوء مراحل التحول الديموجرافي المتوقعة. تكثيف الاهتمام ببرامج تنظيم الأسرة وصحة الأم والطفل. 	<p>١- اقتصادية:</p> <ul style="list-style-type: none"> ارتفاع مؤشرات الفقر بين السكان خاصة للآباء . زيادات سريعة في معدلات البطالة والفقر والجوع. تباطؤ معدلات النمو والانكماش الاقتصادي. آثار سلبية على الموازين التجارية وميزان المدفوعات. تضاؤل مستويات من الاستثمار الأجنبي المباشر. التغيرات الكبيرة والمتقلبة في معدلات الصرف. تزايد العجز في الميزانية، وانخفاض عائدات الضرائب والحد من الحيز المالي. انعكاس هائل من تدفقات رأس المال الخاص. انخفاض ثقة الجمهور في المؤسسات المالية. انخفاض القدرة على الحفاظ على شبكات الأمان الاجتماعي وتوفير الخدمات الاجتماعية الأخرى، مثل الصحة والتعليم. انهيار أسواق العقارات والإسكان. <p>٢- ديموجرافية:</p> <ul style="list-style-type: none"> زيادة معدل وفيات الرضع والأمهات. تباين مستويات مؤشرات التنمية البشرية والديموجرافية بين المحافظات المختلفة في مصر. الحاجة إلى زيادة عدد المساكن لمواجهة النمو السكاني. الهرم السكاني في مصر ذو قاعدة عريضة ويمثل ٤٠% من تكوينه مواطنين صغار السن في طريقهم للدخول في سن الزواج، الأمر الذي سيتطلب احتياجات من الخدمات أضعاف ما كان موجوداً في ذلك الوقت مما سيزيد

داخلي

<p>٣- ثقافية:</p> <ul style="list-style-type: none"> ■ تغيير ثقافة ونظرة المجتمع تجاه المرأة وقضاياها. ■ ٤- إدارية: ■ زيادة دور الحكومة في الرقابة المالية والاقتصادية وعدم إتباع نظم التطرف الإقتصادي وترشيد النفقات العامة. ■ توافر العديد من المجالات الصناعية والزراعية والتجارية في مصر قابلة للاستثمار. ■ بدء اهتمام الدولة بضرورة تطبيق نظام الحوافز الإيجابية في برامج تنظيم الأسرة لخفض معدلات الإنجاب في المستقبل. ■ الاهتمام بالتوسع في استخدام الكوادر البشرية المدربة من الرائدات والمتقفات الصحيات لنشر الوعي الصحي والسياسات السكانية المستهدفة داخل كافة المراكز الصحية والاجتماعية بالدولة ولاسيما الريفية منها. 	<p>العبء أضعافاً مضاعفة على الحكومة والقيادات التنفيذية.</p> <ul style="list-style-type: none"> ■ انتشار الزواج المبكر في الريف، وتفضيل الذكور. ■ ٣- ثقافية: ■ العادات والتقاليد فيما يخص الخصوبة وتفضيل حجم الأسرة الأكبر. ■ قلة الاهتمام بالمناطق الريفية عن الحضرية في التوعية بالمشاكل السكانية. ■ الفجوة الإعلامية وغياب الخطاب الديني في مجال المشكلة السكانية. ■ ٤- اجتماعية: ■ عدم وجود تعاون وتنسيق بين الجهات الحكومية والأهلية لترسيخ مفهوم الأسرة ذات الطفلين. ■ تراجع دور الجمعيات الأهلية والمجتمع المدني. ■ قلة الاهتمام ببرامج نوعية التعليم ومحو الأمية وعدم التطور الكافي للبنية الأساسية للمؤسسات التعليمية في المناطق الريفية بالدولة. ■ ٥- إدارية: ■ عدم وجود سياسة لترشيد توزيع الوسائل تأخذ في الاعتبار كل من التوزيع العمري والمناطق الجغرافية داخل الدولة. ■ قلة جودة الخدمات المقدمة في مجال تنظيم الأسرة. ■ عدم وجود دعم مستمر لتوفير وسائل تنظيم الأسرة وقياس كفاءتها. ■ عدم تفعيل بعض القوانين مثل قانون التعليم الإلزامي ومنع التسرب وقوانين تجريم الزواج المبكر وعمالة الأطفال. ■ عدم تطبيق نظم اللامركزية في السياسات السكانية ولاسيما في محافظات الوجه القبلي لتحقيق الخصوبة المستهدفة. 	
<p>○ الفرض</p>	<p>■ التحديات</p>	
<p>■ لإمكانات المتاحة للاستثمار المصري في الشرق الأوسط ودول أفريقيا.</p>	<p>■ تقلص التجارة العالمية ■ زيادة التقلب وهبوط أسعار السلع الأولية بين</p>	<p>خارجي</p>

■ وجود سياسات واستراتيجيات مستقبلية على المستوى القومي تركز اهتمامها وخدماتها على المناطق الجغرافية.
 ■ انخفاض الأسعار العالمية بشكل ملحوظ لبعض السلع.
 ■ وجود اهتمام عربي بضرورة إنشاء قوى اقتصادية عربية لمواجهة التكتلات والاندمجات الدولية.
 ■ الاستفادة من خبرات بعض الدول التي نجحت في استغلال فرصة الهبة الديموجرافية.
 ■ الاستفادة من خبرات بعض الدول التي نجحت في مواجهة تداعيات الأزمة المالية العالمية.
 ■ وجود بعض الهيئات الدولية التي تمول المشاريع المرتبطة بالسكان والتنمية بمصر مثل صندوق الأمم المتحدة للسكان اليونيسيف وغيرها.
 ■ الاستفادة من تجارب وإجراءات الدول المتقدمة التي نجحت في خفض معدلات الخصوبة بها.
 ■ وجود اقتصاد قوى للدولة.
 ■ احتلال الدولة مرتبة متقدمة في دليل التنمية البشرية.
 ■ ارتفاع معدلات التصدير / الاستيراد.
 ■ زيادة معدلات المنافسة التجارية في أسواق العمل العالمية.
 ■ توقع تحقيق المزيد من الوفورات في النفقات العامة للقطاعات الخدمية (التعليم، الصحة، الدعم الغذائي، المرافق) خلال الفترة (٢٠٠٠-٢٠٣٠م) تقدر بحوالي ١٧٢,٤ مليار جنيه في حالة الوصول إلى مستوى الإحلال (٢,١ طفل/سيدة) عام ٢٠١٧م.

الدول
 ■ تراجع المعونات والتحويلات المالية إلى البلدان النامية.
 ■ انخفاض حاد في العائدات من السياحة.
 ■ تدني فرص الحصول على الائتمان وتمويل التجارة.
 ■ عدم وجود خطط استراتيجية دولية وقومية لتعظيم الاستفادة من الهبة الديموجرافية لدعم النمو الاقتصادي، من زيادة نسبة السكان الداخلين في سوق العمل لخفض معدلات البطالة، حتى لا تكون لهذه الزيادة انعكاسات سلبية على كل من الاستقرار الاقتصادي وكذلك الاجتماعي والسياسي في مصر.
 ■ قلة الهيئات الأجنبية الممولة للمشاريع المعنية ببرامج تنظيم الأسرة وخفض الخصوبة في ظل سوء الاقتصاد المالي العالمي.
 ■ ضعف مؤشرات التقدم نحو تحقيق الأهداف الإنمائية للأمم المتحدة بحلول عام ٢٠١٥م.

التوصيات:

ضرورة مراجعة وتقييم الممارسات والنظم المالية وتصحيح مسار الرأسمالية وسياسة الاقتصاد الحر بشكل يوفر للاقتصاد المصري استقراراً مالياً مستقلاً واقتصادياً أفضل بما يدعم

السياسات السكانية المستهدفة التي تحقق نمو وتطور اقتصادي قابل للاستمرار.

المراجع والمصادر:

- عبد المعبود، داليا، ٢٠٠٩م: "الأزمة المالية العالمية وأثرها على علي العالم العربي"، إدارة مشروع "الطرق المؤدية إلى التعليم العالي".
- وزارة الصحة والسكان بالتعاون مع المجلس القومي للسكان، ٢٠٠٥م: "المسح السكاني الصحي"، DHS، مصر ٢٠٠٥م
- وزارة الصحة والسكان بالتعاون مع المجلس القومي للسكان، ٢٠٠٨م: "المسح السكاني الصحي"، DHS، مصر ٢٠٠٨م
- وزارة الصحة والسكان ، صندوق الأمم المتحدة ٢٠٠٢ ٢٠١٧
الخطة الإستراتيجية القومية للسكان ٢٠٠٢ -
٢٠١٧
- اجتماع العربي الثاني لخبراء الهجرة الدولية
الأسرج، حسين عبد المطلب،
٢٠٠٩م: "المصري"، <http://mpr.aub.uni-muenchen.de>
- إحصائيات الجهاز المركزي للتعبئة العامة والإحصاء ، ٢٠٠٦م
- تقرير التنمية البشرية في مصر عام ٢٠٠٤م
- تقرير دليل التنمية البشرية ، الأمم المتحدة، ٢٠٠٥م

Deen,
Thalif,
2009:

United
Nations,
DESA, 2009

United
Nations,
DESA, 2009

"POPULATION: Global Financial Crisis Threatens Family Planning", UNITED NATIONS, Apr 2009 (IPS).

"Financial and Economic Crisis", Department of Economic and Social Affairs, (<http://www.un.org/en/development/desa/financial-crisis/index.shtml>).

"Outcome of the Conference on the World Financial and Economic Crisis and Its Impact on Development", United Nations, Department of Economic and Social Affairs, Financing for Development Office, (<http://www.un.org/esa/ffd/documents/Outcome2009.pdf>) , New York, 24-30 June 2009 and endorsed by the General Assembly in its resolution 63/303 of 9 July 2009.

مركز الاستشارات والبحوث والتطوير بأكاديمية السادات للعلوم الإدارية

الإطار العام للأنشطة والخدمات

تتعدد خدمات مركز الاستشارات والبحوث والتطوير بأكاديمية السادات للعلوم الإدارية التي يقدمها للباحثين العلميين وطلبة البكالوريوس والدراسات العليا والشركات والمؤسسات والهيئات والمنظمات المختلفة ؛ انطلاقاً من رسالته في المشاركة والتفاعل مع قضايا المجتمع ودعم القرار على مستوى الوحدة والمستوى القومي وفي ضوء هذه الاستراتيجية يمارس الأنشطة والخدمات البحثية التالية:

- ١- **نشاط البحوث العلمية الممولة والتعاقدية :** وتقوم بهذا النشاط وحدة البحوث العلمية .
- ٢- **نشاط بحوث التسويق ودراسة الأسواق المحلية والعربية :** وتقوم به وحدة بحوث السوق المحلية والعربية .
- ٣- **نشاط تقييم الأداء والمشاريع ودراسة الجدوى وإعادة الهيكلة والتأهيل للأيزو :** وتقوم به وحدة تقييم المشاريع ، ودراسة الجدوى ، وإعادة الهيكلة .
- ٤- **نشاط المؤتمرات والندوات والملتقيات وورش العمل :** وتقوم به وحدة المؤتمرات ، والندوات ، وورش العمل من خلال التعامل مع المشاكل الإدارية والاقتصادية على مستوى الوحدات والمستوى القومي والبحث في الحلول العلمية والعملية لها .
- ٥- **نشاط مجلة البحوث الإدارية :** وهي مجلة علمية محكمة دورية ربع سنوية وتقوم به وحدة مجلة البحوث والتصحيح اللغوي .
- ٦- **نشاط الإصدارات والبحوث الاستطلاعية والترجمة والنشر :** ويتم من خلال وحدة متخصصة لذلك .
- ٧- **نشاط التحليل الإحصائي :** من خلال الاستشارات الإحصائية والحزم البرمجية الحديثة ؛ لتقديم الدعم للباحثين على مختلف مستوياتهم ؛ من أجل إعداد البحوث والتعامل مع البيانات ، وتحليلها إحصائياً على مستوى البكالوريوس ، والدراسات العليا .
- ٨- **نشاط الخدمات البحثية وقواعد البيانات :** من خلال وحدة قواعد بيانات متضمنة : رسائل الماجستير والدكتوراه ، ومجلة البحوث الإدارية ؛ وبحوث مشاريع تخرج طلاب كلية الإدارة ، والبحوث الإدارية ، والاقتصادية إلى تقديم الخدمات البحثية المتكاملة لطلبة الكلية ، والدراسات العليا ، والباحثين العلميين على اختلاف درج هذا ويقدم مركز الاستشارات والبحوث والتطوير جميع المعلومات عن الأنشطة والخدمات البحثية ؛ موقع المركز على الإنترنت بالتعاون مع : قواعد بيانات الشبكة القومية للمعلومات ، وقواعد بيانات القواعد والجهاز المركزي للتعبئة العامة والإحصاء ، والجامعة الأمريكية ، وشبكة الجامعات المصرية .
- ٩- **نشاط وحدة التصحيح اللغوي :** حيث تقوم بتدقيق رسائل الماجستير والدكتوراه ، والعضوية والزمالة التي بالأكاديمية ، وكذلك الأبحاث المحكمة لمجلة البحوث الإدارية تدقيقاً لغوياً ، وهناك اتجاه للخروج بهذه الخد إلى الجامعات المصرية بل والجامعات العربية والإسلامية .

